Universitatea Româno-Americană din București
Suport de curs

Finanțe Internaționale

Autor:
Conf. univ. dr. Cristian PĂUN

Bucureşti 2010

Cuprins:

Introducere 3
Unitatea 1: Sistemul Financiar Internaţional 5
1.1. Evoluţia Sistemului Financiar Internaţional 5
1.2. Globalizarea pieţelor financiare internaţionale 7
1.3. Contagiunea crizelor financiare la nivel internaţional 12
Unitatea 2: Intermedierea pe pieţele financiare internaţionale 26
2.1. Avantajele intermedierii financiare pe pieţele internaţionale 26
2.2. Tipologia instituţiilor financiare 29
Unitatea 3: Instrumentele financiare folosite pe pieţele internaţionale 40
4.1. Instrumentele pieţei monetare 43
4.2. Instrumentele pieţei de capital 45
4.3. Instrumentele de investiţie indirectă 47
Unitatea 4: Balanţa de plăţi externe 51
4.1. Rolul balanţei de plăţi externe 53
4.2. Formele de prezentare a balanţei de plăţi 53
4.3. Principii de înregistrare în balanţa de plăţi externe 54
4.4. Structura balanţei de plăţi externe 55
4.5. Poziţia investiţională internaţională 57
4.6. Echilibrul balanţei de plăţi externe 58
4.7. Tehnici de echilibrare şi finanţare a balanţei de plăţi externe 59
Unitatea 5: Tehnici de plată internaţionale 65
5.1. Plata fără instrumente de plată 65
Plata prin marfă contra marfă 65
Plata în numerar 65
5.2. Plata prin instrumente (mijloace) de plată 66
Cecul internaţional 66
Cambia 67
Biletul la ordin 69
Ordinul de plată 69
5.3. Modalităţile internaţionale de plată 71
Incasoo documentar 71
Acreditivul documentar 73
Scrisorile de credit 82
5.4. Transferul internaţional al mesajelor în mecanismul de decontări şi plăţi. Sistemul SWIFT. 85
Unitatea 6: Creditul internaţional 89
6.1. Creditarea pe termen scurt 89
Prefinanţarea exporturilor 89
Creditele de export 91
6.2. Creditarea pe termen mediu şi lung 94
6.3. Tehnici speciale de creditare (finanţare) 99
Unitatea 7: Emisiunea de obligaţiuni şi acţiuni pe pieţele internaţionale 106
7.1. Principalele tipuri de obligaţiuni tranzacţionate pe pieţele financiare internaţionale 106
7.2. Etapele emisiunii de obligaţiuni pe pieţele financiare internaţionale prin ofertă publică 108
7.3. Costul emisiunii de obligaţiuni pe pieţele internaţionale 112
7.4. Emisiunea de acţiuni pe pieţele internaţionale prin ofertă publică 113
7.5. Emisiunea de acţiuni pe pieţele internaţionale prin certificate de depozitare asupra acţiunilor 114
7.6. Securitizarea pe pieţele financiare internaţionale 116

Introducere

Piaţa financiară internaţională reprezintă ansamblul de instituţii, reglementări şi relaţii care iau naştere în scopul mobilizării de resurse de capital de la deţinători din diferite ţări pentru a fi plasate către beneficiari din afara ţărilor de origine a acestora. Relaţiile financiar-valutare internaţionale sunt o componentă de bază a pieţei financiare internaţionale, reprezentând ansamblul de mecanisme şi instrumente utilizate de diferite instituţii financiare sau direct de operatorii economici pentru a mobiliza resurse financiare necesare derulării de operaţiuni comerciale sau de cooperare în plan internaţional sau de realizarea unui proiect de investiţii într-o altă ţară. În opinia multor specialişti, momentul declanşator al fenomenului monetar-financiar internaţional îl constituie Tratatul franco-prusac din 1871, soldat cu obligarea Franţei la efectuarea unei plăţi externe importante ca despăgubire de război. În prezent sfera relaţiilor financiar valutare s-a extins de la relaţiile financiare internaţionale publice către fluxurile financiare private, volumul valoric al tranzacţiilor financiare depăşind cu mult volumul tranzacţiilor comerciale din economia mondială.

Dezvoltarea burselor de valori internaţionale a influenţat puternic şi profund evoluţia pieţelor financiare internaţionale, ducând de asemenea la specializarea şi integrarea acestora. Practic, dezvoltarea pieţei financiare internaţionale nu ar fi fost posibilă fără apariţia reglementărilor bursiere care au permis un mai bun control al desfăşurării tranzacţiilor pe aceste pieţe organizate, apariţia instrumentelor derivate (în special a celor pe rata dobânzii şi pe valute) care a permis extinderea mecanismelor de acoperire a riscurilor financiare, electronizarea şi informatizarea tranzacţiilor financiare internaţionale care a mărit şi mai mult viteza de transfer a informaţiilor şi creşterea semnificativă securităţii operaţiunilor financiare.

Piaţa financiară internaţională reprezintă cadrul organizat de desfăşurare a relaţiilor financiar-monetare internaţionale. Această caracter fundamental de piaţă relativ organizată a presupus crearea de instituţii financiare internaţionale care să aibă în vedere stabilitatea întregului sistem financiar precum şi o serie de reglementări internaţionale unanim recunoscute şi acceptate care să permită o eficientizarea a derulării fluxurile financiare internaţionale.

În ultima perioadă asistăm la o reducere a importanţei fluxurilor financiare derulate prin intermediul instituţiilor financiare consacrate sau cele derulate la nivel guvernamental, crescând tot mai mult ponderea fluxurilor financiare cu caracter privat. Volumul cel mai mare al resurselor financiare continuă să fie mobilizat în cadrul pieţelor financiare organizate, chiar dacă în ultima perioadă au apărut şi s-au dezvoltat o serie de pieţe paralele dereglementate (cazul euro - pieţelor). Deţinând cea mai mare parte din volumul fluxurilor financiare, ţările dezvoltate rămân principalul actor financiar atât în calitate de beneficiari cât şi ca furnizoare de resurse financiare. Ţările emergente, deşi încă având o contribuţie firavă la derularea operaţiunilor financiare, mai ales în calitate de beneficiari şi mai puţin de furnizoare de resurse, sunt tot mai active în acţiunile lor de mobilizare a resurselor financiare.

Având o structură bine conturată şi o arie distinctă de manifestare, relaţiile financiare internaţionale sunt de fapt o prelungire a relaţiilor economice apărute între diferitele ţări. Cele mai importate aspecte avute în vedere în studiul modului de manifestare şi derulare al fluxurilor financiar-monetare internaţionale, şi pe care cartea de faţă îşi propune să le analizeze în detaliu sunt: instituţiile financiare internaţionale cu vocaţie universală, evoluţia sistemului monetar internaţional, aranjamentele monetare internaţionale existente în prezent (ca o alternativă la sistemul monetar internaţional), principalele instrumente utilizate pe pieţele financiare internaţionale, intermedierea financiară şi rolul acesteia în derularea fluxurilor financiare internaţionale precum şi principalele segmente ale pieţei financiare internaţionale (piaţa creditului, piaţa valutară, piaţa obligaţiunilor, piaţa acţiunilor sau piaţa instrumentelor derivate).

Globalizarea pieţelor financiare însoţită inevitabil de o dezvoltare fără precedent a mecanismelor de funcţionare a acestora accentuează rolul finanţării în derularea cu succes a afacerilor internaţionale. Devenind un subiect din ce în ce mai incitant şi mai complex pentru specialişti, finanţarea internaţională se constituie ca un domeniu perfect integrat în substanţa tranzacţiilor economice internaţionale. Alegerea tehnicilor de finanţare sau a instrumentelor sintetice oferite de piaţa financiară internaţională presupune în primul rând o bună cunoaştere a acestora de către cei implicaţi direct - companii private sau instituţii financiare publice sau private. Un factor important în acest proces de alegere îl constituie riscul pe care trebuie să şi-l asume deopotrivă cel care se finanţează cât şi finanţatorii. Riscul, apropiat mai degrabă de incertitudine în cazul tranzacţiilor internaţionale, se dovedeşte a fi o categorie economică greu de evaluat şi de gestionat. Direct legată de riscurile asumate şi de complexitatea mare a tuturor schemelor de finanţare internaţională este şi problema costurilor. Practic, costul şi riscul sunt două criterii fundamentale pe care se bazează întreg aparatul decizional în activitatea economică.

Practica demonstrează că piaţa financiară internaţională continuă să se dezvolte într-un ritm alert în conformitate cu noile tendinţe în economia mondială, punându-se la punct din ce în ce mai multe tehnici şi instrumente financiare prefect adaptate la complexitatea din ce în ce mai mare a tranzacţiilor internaţionale. Din perspectiva unei pieţe emergente şi a unor operatori ce se confruntă cu o lipsă acută de resurse financiare, aceste tehnici mai mult sau mai puţin noi, mai mult sau mai puţin complexe, trebuie iniţial cunoscute pentru a putea fi utilizate cu succes ulterior. Această carte se adresează deopotrivă studenţilor şi operatorilor economici interesaţi de accesarea şi mobilizarea resurselor de pe pieţele financiare internaţionale, abordând exclusiv dintr-o perspectivă practică o serie de probleme legate de tehnicile de finanţare internaţională. Diferite aspecte ale finanţării internaţionale sunt abordate în cadrul unor probleme, exerciţii, aplicaţii, teste grilă, întrebări de sinteză sau studii de caz. Pentru rezolvarea acestora aveţi la dispoziţie un set complet de formule financiare şi un dicţionar sintetic de termeni financiari.

Unitatea 1: Sistemul Financiar Internaţional

Obiectivele vizate:

Prin parcurgerea acestei unităţi de studiu studenţii vor fi în măsură să:

- *Înţeleagă modul de funcţionare a Sistemului Financiar Internaţional;*
- *Să cunoască evoluţia Sistemului Financiar Internaţional;*
- *Să descopere modul în care iau naştere crizele financiare şi se propagă la nivel internaţional;*
- *Să explice care sunt principalele măsuri propuse pentru reformarea Sistemului Financiar Internaţional actual.*

Dezvoltarea economiilor naţionale, formarea economiei mondiale ca sistem, expansiunea şi diversificarea formelor de comerţ şi cooperare internaţională, amplificarea şi diversificarea relaţiilor Financiare şi financiare internaţionale au condus la apariţia Sistemului Financiar Internaţional. Dezvoltat cu precădere după cel de-al doilea război mondial după ce a luat amploare fenomenul de instituţionalizare, Sistemul Financiar Internaţional evoluat continuu, confruntându-se de nenumărate ori cu crize şi reformări profunde, care au dus în cele din urmă la apariţia şi proliferarea unor aranjamente Financiare regionale, ca alternativă la acest sistem.

1.1. Evoluţia Sistemului Financiar Internaţional

Până după cel de-al doilea război mondial relaţiile financiare între ţări aveau un caracter preponderent bilateral, neputându-se vorbi deocamdată de un Sistem Financiar Internaţional şi de necesitatea adoptării unor reglementări în domeniu universal aplicabile tuturor ţărilor participante la acest sistem. Odată cu înfiinţarea Fondului Financiar Internaţional şi al Băncii Mondiale (Bretton Woods – 1945) s-a adus în discuţie de către ţările participante şi necesitatea adoptării unor reglementări comune în domeniul relaţiilor financiar –valutare internaţionale. Practic din acel moment Sistemul Financiar Internaţional era creat prin adoptarea primelor reglementări comune.

Sistemul Financiar Internaţional poate fi definit generic ca fiind ansamblul de norme şi tehnici, convenite şi acceptate pe baza unor reglementări instituţionalizate menite să coordoneze şi să organizeze comportamentul ţărilor membre în domeniul fluxurilor financiare şi monetare internaţionale generate de derularea unor operaţiuni comerciale sau necomerciale internaţionale. Sistemul Financiar Internaţional poate fi privit şi ca ansamblul de pieţe, instituţii şi fluxuri financiare menit să asigure deplasarea în timp şi în spaţiu a resurselor de capital de la cei care le deţin (creditorii sau investitorii internaţionali) către cei care au nevoie de acestea.

Obiectivul esenţial al Sistemului Financiar Internaţional a fost să asigure prin intermediul mecanismelor valutare evoluţia echilibrată, armonioasă şi echitabilă a relaţiilor economice între statele lumii, în scopul dezvoltării economice a fiecărei ţari în parte şi a economiei mondiale în ansamblul său. Încă de la crearea SMI, acest realizarea acestui obiectiv a avut în prim plan interesul şi poziţia dominantă a Statelor Unite care şi-a asumat un rol central în configurarea şi dezvoltarea acestuia.

În momentul iniţial principiile care au stat la baza funcţionării acestui sistem erau:

- Sistemul Financiar Internaţional era un sistem deschis tuturor statelor lumii care în prealabil recunoşteau şi acceptau drepturile şi obligaţiile înscrise în statutul FMI (cu alte cuvinte calitatea de participant la acest sistem era legată de calitatea de membru FMI);

- Etalonul care sta la baza acestui sistem era aurul (mai exact preţul în dolari a acestuia);

- Fiecare stat membru al acestui sistem era obligat să asigure o stabilitate a monedelor aflate în circulaţie. Această stabilitate generalizată presupunea definirea parităţii monedei naţionale în raport de o cantitate determinată de aur sau faţă de dolar, urmând ca în timp evoluţia cursului de schimb între moneda ţării respective şi etalonul ales să se încadreze într-o bandă de variaţie cu marjă îngustă (iniţial +/- 1%, mărindu-se apoi la +/- 2.25%);

- Sistemul a pornit cu o convertibilitate deplină a dolarului, celelalte monede putând fi schimbate numai prin intermediul dolarului („crossing rate"). Atunci când apăreau dezechilibre majore la nivelul uneia dintre ţările membre, se intervenea activ şi generalizat pentru stabilizarea situaţiei şi readucerea monedei în interiorul benzii de variaţie. Intervenţia presupunea cumpărarea sau vânzarea de dolari pe piaţa valutară sau retragerea / emisiunea de monedă naţională;

- Statele participante erau obligate să-şi creeze o rezervă internaţională corespunzătoare cu nevoile de valută de pe piaţa internă, în aşa fel încât să fie asigurată o deplină stabilitate a sistemului;

- În plus de condiţia legată de activele de rezervă, ţările membre trebuia să urmărească în permanenţă obţinerea unei balanţe echilibrate care să reducă din presiunile asupra cursului de schimb care ar putea destabiliza sistemul.

Deşi a rezistat mai bine de douăzeci de ani în această formă configurată iniţial, Sistemul Financiar Internaţional s-a confruntat cu crize profunde în preajma anilor '70, aceste crize fiind generate fie de principiile care stăteau la baza funcţionării sistemului fie faptului că acesta nu mai răspundea la modificările structurale din economia mondială. Faptul că sistemul era legat de dolar şi fiecare ţară căuta să-şi consolideze activele de rezervă, a generat masive acumulări de dolari la nivelul băncilor centrale (în special cele europene), pe fondul unei politici monetare „relaxate" promovate de SUA (care de multe ori a preferat finanţarea deficitelor interne sau externe prin emisiunea de monedă fapt ce a diminuat treptat încrederea participanţilor la sistem în moneda americană). În felul acesta s-a ajuns (în mare parte din cauza SUA) la situaţia în care masa de dolari emisă de-a lungul timpului să se localizeze în băncile centrale europene (nevoite să susţină prin cumpărare de dolari paritatea constantă a monedei lor naţionale faţă de moneda americană).

Aceste bănci, influenţate de politica monetară fragilă promovată de SUA, au preferat schimbarea în timp a dolarilor contra unor active de rezervă mai sigure (aur), astfel că SUA s-a confruntat într-o perioadă relativ scurtă de timp cu o scădere dramatică a rezervelor sale de aur (care în mai puţin de 20 de ani s-a diminuat la jumătate). În plus, monedele europene au devenit din ce în ce

mai puternice, ameninţând poziţia dolarului. Criza aurului care a scindat piaţa financiară internaţională şi a dus la apariţia unor pieţe paralele puternic dereglementate – piaţa eurovalutelor – a constituit un alt factor destabilizator al sistemului creat la Bretton Woods.
Ca urmare, începând cu 1971 statele participante la Sistemul Financiar Internaţional au renunţat la fixitatea cursului de schimb, instituind după această perioadă devalorizarea monedelor naţionale. În condiţiile flotării libere a cursului de schimb, foarte multe ţări s-au confruntat cu puternice dezechilibre în balanţa de plăţi, fapt ce a condus până la urmă la o reconsiderare a opţiunii pentru cursul liber. Astfel că după căderea acestui sistem unele ţări au încercat diferite aranjamente la nivel regional (Europa, Africa) sau au dezvoltat o serie de regimuri valutare „hibride" care combinau caracteristici ale cursului fix cu cele ale cursului liber. În prezent aceste aranjamente monetare la nivel local sau regional coexistă Sistemului Financiar Internaţional care a suferit între timp o serie de modificări şi reformări: a fost eliminat aurul şi dolarul din poziţia de etalon a sistemului, au fost introduse drepturile speciale de tragere (DST) ca etalon al sistemului, s-a introdus libertatea fiecărei ţări de a-şi alege regimul monetar / valutar propriu (inclusiv flotarea liberă), s-a introdus posibilitatea adoptării unei convertibilităţi depline sau parţiale în raport cu celelalte valute.

1.2. Globalizarea pieţelor financiare internaţionale

Originalitatea anilor '80 rezida în integrarea financiară mondială care permitea capitalurilor să aibă un grad ridicat de mobilitate între toate pieţele financiare din lume, globalizarea financiară presupunând crearea unei pieţe unice a capitalurilor care să funcţioneze la nivel planetar. Fiind strâns legată de procesul globalizării schimburilor de bunuri şi servicii, globalizarea a fost mai "brutală" şi mai importantă în domeniul financiar.

Globalizarea nu este un fenomen contemporan. De decenii întregi, ţările şi firmele occidentale îşi desfăşoară activitatea într-o economie planetară. Astfel, este dificilă identificarea începuturilor globalizării financiare, pe care se sprijină globalizarea economiei. Este suficient sa amintim rolul bancherilor italieni în Europa Renaşterii, importanţa avuta în secolul XIX de capitalurile engleze şi franceze în lume, în special în imperiile coloniale şi în Rusia, precum şi influenţa mişcărilor de capitaluri americane în urma crizei din 1929.

După al doilea război mondial, sistemul monetar şi financiar internaţional ale cărui coordonate au fost stabilite la Bretton Woods a reprezentat un ansamblu coerent de norme şi tehnici, acceptate de state, care consacră hegemonia SUA. Din 1945 şi pana la sfârşitul deceniului '60, planeta a trăit, ca reacţie la dezordinea din anii '30, sub un "regim financiar administrat": parităţi fixe în jurul dolarului convertibil în aur, pieţe financiare compartimentate şi cu acces restrâns, dominate de bănci. In timpul deceniului '70 fluxurile de capitaluri au atins noi dimensiuni. La originea acestei schimbări stau numeroase cauze: mai multe rupturi în sistemul monetar şi financiar internaţional, inovaţiile financiare, o mişcare generalizata de liberalizare şi globalizrea economiei.

Sistemul de la Bretton Woods poarta de la început germenii eşecului său viitor datorită caracterului sau inadaptabil, dacă nu iraţional. Deoarece comerţul mondial şi economia mondială cereau un volum crescând de semne monetare, apărea următoarea dilema: daca balanţa de plţti a SUA - moneda acesteia, dolarul, având rol de moneda etalon, de rezerva şi de plata pe plan internaţional - este deficitară, lumea risca să nu mai aibă lichidităţi şi să apară deflaţia; deficitul

balanţei de plăţi americane era deci un rău necesar, dar creşterea masei monetare care rezulta nu putea decât să compromită încrederea iniţială în dolar. Treptat, deficitul înregistrează valori foarte mari, el răspunzând cererii mari de dolari pe plan internaţional.

Este momentul când se amplifică solicitările băncilor centrale adresate Sistemului Federal de Rezerve al SUA de convertire în dolari a sumelor deţinute. Se produce astfel o diminuare a rezervei oficiale de aur de la 24,6 mld. USD în 1944 la 16,6 mld. în 1968 („fuga aurului"), fapt care slăbeşte încrederea deţinătorilor de dolari, determinându-i să-i convertească în alte monede, să-i plaseze în operaţiuni speculative sau sa cumpere aur. Are loc afirmarea altor monede: yen, marca germană. In acest context, prima ruptura se produce odată cu suspendarea oficială a convertibilităţii în aur a dolarului (15 august 1971), precum şi cu abandonul parităţilor fixe şi adoptarea cursurilor flotante (1973). Fluctuaţia monedelor va da curs liber mişcărilor speculative de capitaluri în căutarea de plasamente temporare remuneratoare. Treptat, statele au pierdut controlul monedelor. Totuşi, în 1983, rezervele de schimb deţinute de cele mai mari cinci bănci centrale (SUA, Regatul Unit, Germania, Japonia şi Elveţia) erau încă de trei ori mai mari decât volumul zilnic al tranzacţiilor. Astăzi însă raportul s-a inversat.

Abandonarea sistemului de la Bretton Woods provoacă o altă ruptură care ţine de natura însăşi a monedei: aceasta devine o simpla marfă; îşi schimbă statutul, devenind un activ oarecare schimbat pe pieţe. Acest lucru provoacă valul seismic al inovaţiilor financiare. Acestor probleme instituţionale li s-au adăugat grave dezechilibre, surse de noi incertitudini: - şocurile petroliere din 1973 – '74 şi 1979 – '80, şocul dolarului, dezechilibrele comerciale care au urmat acestor şocuri, îndatorarea ţărilor dezvoltate - datoria lor publică a crescut cu 9% pe an între 1980 şi 1982, criza datoriei externe în multe ţări din Lumii a treia.

Datorită acestor dezechilibre, variabilele financiare - rata dobânzii, cursul de schimb, cursul valorilor mobiliare - au cunoscut fluctuaţii importante. Liberalizarea financiara se bazează pe regula celor trei "D": dereglementare, dezintermediere, deschidere. La sfârşitul anilor '70 apare în SUA fenomenul de dereglementare care avea ca obiect lărgirea libertăţii de a inova şi de a întreprinde într-un sistem de o concurenţă pură, prin atenuarea sau suprimarea reglementărilor autoritare care tindeau: să reglementeze strict funcţionarea şi accesul la diferite pieţe de capital, să reglementeze strict rolul şi libertatea de acţiune a intermediarilor financiari, să impună limite-cadru operaţiunilor de împrumut după natura lor, durata, regim fiscal sau obiect.

Decizia cea mai cunoscută care a dat tonul dereglementării în domeniul bancar şi financiar a fost abolirea reglementării "Q" care din 1933 fixa un plafon al ratelor dobânzii creditoare pentru băncile americane. Aceasta limitare deturnase un mare număr de operatori la bănci pe măsură ce perioada de rate ridicate ale dobânzii persista. Astfel, dereglementarea frâna un alt fenomen: dezintermedierea. Aceasta ultima remarcă arată caracterul paradoxal al procesului care constă în stabilirea unor reguli mai deschise de concurenţă: suprimând o parte sau toate constrângerile, se permite agenţilor economici să opereze fără ajutorul băncilor, dar se permite şi băncilor să acţioneze mai liber şi să aibă acces la toate produsele şi serviciile. Deci dereglementarea stimulează şi frânează în acelaşi timp dezintermedierea. În condiţiile în care globalizarea este înţeleasă prin liberalizare iar liberalizarea nu este posibilă fără o transparenţă a informaţiei deci o eficienţă mai mare a pieţelor, rolul intermediarilor pe pieţele financiare în noul context poate fi pus sub semnul îndoielii (în foarte multe sectoare ale intermedierii financiare, globalizarea a

impus un ritm alert al schimbării activităţii de intermediere orientată spre diversificarea serviciilor financiare şi spre integrarea acestora).

Dereglementarea este o reacţie şi un răspuns la noile nevoi manifestate în condiţiile mondializării pieţelor bancare şi financiare; diversele constrângeri naţionale par din ce în ce mai anacronice, fiind deci cazul armonizării condiţiilor de funcţionare şi concurenta ale pieţelor. Dezintermedierea constă în posibilitatea operatorilor internaţionali de a acţiona direct pe pieţele financiare (finanţare directa) fără a recurge la intermediari bancari şi financiari pentru efectuarea operaţiunilor de împrumut şi de plasare. Este vorba, de exemplu, pentru trezorierul unei întreprinderi, de a prefera finanţarea prin emisiuni de euroobligaţiuni pe piaţa din Londra decât de a împrumuta de la bancă.

Deschiderea pieţelor corespunde abolirii frontierelor între pieţe, care erau separate; este vorba de deschiderea spre exterior a pieţelor naţionale dar, în acelaşi timp, în interiorul acestora, suprimarea graniţelor între compartimentele existente: piaţa monetară (pe termen scurt), piaţa de capital (pe termen lung), piaţa de schimb (schimbul monedelor intre ele), pieţe la termen etc. Doua categorii de inovaţii au favorizat procesul de globalizare financiară: inovaţii în domeniul tehnologic, mai ales în domeniul informaticii şi telecomunicaţiilor şi inovaţiile financiare. Computerizarea şi telecomunicaţiile au contopit pieţele financiare ale lumii într-un singur sistem mondial în care o persoana individuală, un terminal poate fi tot timpul la curent cu fluctuaţiile de preţuri pe pieţele majore şi poate executa schimburi aproape instantaneu în oricare dintre ele sau chiar în toate.

In anii '70-'80 un proces de modernizare are loc în cadrul marilor pieţe financiare ale lumii. Noile pieţe, noile produse rezultă atât din nevoi financiare ale economiei (deschiderea Europei spre lume şi, de o manieră mai generală, apelul masiv al statelor la piaţă pentru acoperirea enormelor deficite bugetare), cât şi din necesităţile şi dorinţa de a aduce o soluţie riscurilor legate de instabilitatea ratelor de schimb, ratelor dobânzii, inflaţie. Inovaţiile financiare au fost numeroase în ultimii 20 de ani pentru a satisface nevoile celor care se împrumuta şi ale investitorilor internaţionali. Astfel, încă de la începutul anilor '70, euro - băncile au propus împrumuturi în devize cu rate ale dobânzii variabile. In această formulă, ratele împrumuturilor urmăresc evoluţia pieţei. In caz de creştere a ratelor, împrumutătorul nu este penalizat; simetric, împrumutatul beneficiază de reducerea ratelor de piaţă.

Produsele derivate reprezintă inovaţiile majore ale perioadei recente. Apărute la începutul anilor '80, aceste instrumente s-au dezvoltat mai întâi în SUA, în special la Chicago. Ele permit acoperirea împotriva riscurilor de dobândă şi valutar, dar sunt utilizate şi pentru speculaţii şi arbitraj. Aceste produse derivate sunt: contractele futures, opţiunile şi contractele se swap. Ca şi pe celelalte compartimente ale pieţei de capital, trei actori principali efectuează tranzacţii cu produse derivate. In primul rând, utilizatorii finali - marile întreprinderi, case de pensii, fonduri de investiţii, companii de asigurări - care vor sa se protejeze împotriva riscurilor ratei dobânzii şi de schimb. In al doilea rând, intermediarii (curtieri, marile bănci) al căror scop este sa găsească contrapartidă pentru clienţii menţionaţi anterior şi sa încaseze comisioane. In al treilea rând sunt speculatorii -cei mai cunoscuţi fiind gestionarii aşa-numitelor "hedge-funds" -care îşi asumă conştient riscuri pentru a încasa plus-valori. Funcţia esenţiala a produselor derivate este permiterea transferului riscului între părţi.

Alte importante inovaţii financiare sunt valorile mobiliare utilizate pe piaţa internaţională de capital: euroobligaţiunile (eurobonds), euroacţiunile (euroequities), certificatele de depozit emise de bănci (ADR, EDR şi GDR). Sfera financiară se extinde astfel dincolo de frontiere, în afara statelor. Aceasta este logica mondializării, care poartă în ea ideea unei pieţe fără constrângere, fără limite geografice sau de altă natură. Dilatarea sferei financiare se explică astfel uşor: dacă o investiţie productivă cere construirea de uzine şi recrutarea de personal, un plasament financiar la celalalt capăt al lumii se realizează într-o secunda, graţie reţelelor informatice.
Pe hârtie, acest lucru favorizează economia. Azi, statele, întreprinderile, investitorii pot să-şi procure în timp real şi la cel mai bun preţ capitalurile de care au nevoie. In practica însă aceasta putere a finanţelor a devenit atât de mare încât poate provoca adevărate catastrofe, după cum se va vedea în continuare. De altfel, Joel Kurtzman, redactor la publicaţia "Harvard Business Review", estimează ca pentru fiecare dolar care circulă în economia mondială productivă, între 20 şi 50 de dolari circulă în cea pur financiară, deşi nimeni nu ştie cu precizie care sunt raporturile.

Un alt important factor al globalizării îl reprezintă faptul că la începutul anilor '90 noile ţări industriale din Asia şi America latină au devenit importanţi actori ai finanţelor internaţionale. Partea pieţelor acestor ţări în capitalizarea bursieră mondială a trecut de la 2,5% la 9% între anii 1983 şi 1993. Succesul lor se explică prin randamentele ridicate (anumite pieţe din Asia au oferit randamente cuprinse între 50% şi 100% în 1993), faptul că sunt puţin corelate cu pieţele ţărilor dezvoltate, ceea ce favorizează diversificarea riscurilor investitorilor internaţionali. Ultimii "intraţi" în sistem sunt tarile Europei de Est.

Achiziţiile şi fuziunile internaţionale, ca formă particulară a investiţiilor internaţionale, par a fi simptomul cel mai evident al globalizării financiare. Astfel, în ultimii zece ani, rata medie de creştere achiziţiilor şi fuziunilor internaţionale a fost de 42%, depăşind orice altă rată de creştere di orice sector al pieţei financiare sau al economiei reale. Valoarea acestor tranzacţii atinsese, în 1999, valoarea record de 2300mld. USD, ceea ce reprezintă ceva mai mult de 1/3 din valoarea comerţului internaţional cu mărfuri şi servicii. Achiziţiile şi fuziunile cu caracter tranfrontalier au deţinut peste 25% din această piaţă în perioada 1980-1999, iar rata anuală de creştere a fost de 20% între 1987-1999, acest fapt putând fi interpretat ca un semnal clar că această componentă a pieţei financiare este una dintre cele mai dinamice şi în acelaşi timp, cu un grad şi capacitate ridicată de globalizare.

Aspecte negative ale globalizării: crize şi instabilitate financiară

Teoretic, crearea unei pieţe mondiale a capitalurilor, concurenţială, funcţionând fără piedici, trebuia sa stimuleze creşterea eficienţei sistemului financiar permiţând o reducere a costului de finanţare şi o mai bună alocare a capitalurilor între ţări şi sectoare de activitate, de unde să rezulte o mai rapidă creşterea economiei mondiale.

După 35 de ani de schimburi şi mişcări de capitaluri administrate, se credea că s-a găsit remediul: liberul joc între deţinătorii de resurse şi cei care au nevoie de finanţare, aceştia întâlnindu-se mai uşor şi cu cost scăzut (dereglementare), utilizând din ce în ce mai puţin intermedierea băncilor (dezintermediere) şi circulând mai uşor de la un tip de activitate la altul

(deschiderea pieţelor). Aceasta triplă revoluţie a permis ţărilor şi firmelor să-şi finanţeze nevoile şi a ajutat întreprinderile să investească. De asemenea, din anii '90 pieţele emergente din Asia, America latină şi Europa de Est erau încorporate în sistem. Finanţele veneau în ajutorul dezvoltării. Observarea realităţii conduce însă la concluzii mai nuanţate.

In primul rând, nu este cert faptul că a avut loc o ameliorare a eficienţei de alocare a capitalurilor. Dacă a avut loc o reducere a costurilor de finanţare, de aceasta au beneficiat marile întreprinderi multinaţionale şi instituţiile financiare, singurele în măsură să acceadă la noile instrumente financiare şi mai puţin multitudinea de întreprinderi mici şi mijlocii ce reprezintă ţesutul productiv. De asemenea, ne putem întreba daca noul sistem financiar internaţional a condus intr-adevăr la o mai bună alocare a capitalurilor între regiunile lumii. Începând de la criza datoriei Lumii a treia, cea mai mare parte a finanţărilor internaţionale se concentrează în ţările dezvoltate. La începutul anilor '90, ţările în curs de dezvoltare "vărsau" ţărilor dezvoltate cu titlu de rambursare a datoriei lor mai mult decât primeau de la acestea.

Pe de altă parte, globalizarea financiară determină o instabilitate crescânda a pieţelor ce pare să devină cronică şi accentuarea speculaţiei. Se creează astfel premisele ca viteza de propagare şi aria geografică se cuprindere a crizelor să crească semnificativ. Unul din exemplele adecvate în acest sens este criza financiară asiatică din 1997 care a afectat nu numai continentul asiatic, ci şi o mare parte a ţărilor dezvoltate, ţări din Europa Centrală şi de Est şi se poate spune că stat la baza declanşării unei serii de crize financiare pe pieţele latino-americane.

Procesul de globalizare financiara s-a produs în acelaşi timp cu creşterea instabilităţii ratelor dobânzii, ratelor de schimb şi cursurilor titlurilor financiare. Se poate spune chiar că există o relaţie dialectică între instabilitatea financiară şi globalizare. Aceasta deoarece, pe de o parte, cea mai mare parte a inovaţiilor financiare au ca obiect protejarea agenţilor economici împotriva instabilităţii ratelor de schimb, ratelor dobânzii, a volatilităţii cursurilor titlurilor, iar pe de altă parte, noile instrumente sunt ele însele factori de instabilitate. Această constatare se verifică mai ales pe pieţele produselor derivate unde, pentru a acoperi riscurile fluctuaţiei, marile întreprinderi, companii de asigurări, case de pensii etc. schimbă contracte având ca obiect rate ale dobânzii, devize sau active financiare. Pieţele la termen ating azi o amploare şi o complexitate ce par incontrolabile. Produsele derivate constituie un instrument eficient de gestiune a riscurilor, dar în acelaşi timp un factor de instabilitate, fiind unul din instrumentele favorite ale speculatorilor.

Globalizarea financiară a presupus de asemenea o uriaşă dilatare a sferei financiare: pe piaţa valutară se schimbă zilnic 1500 mld. dolari, de 7 ori mai mult decât în 1986. In ceea ce priveşte acţiunile, numai la New York capitalizarea (8700 mld. $ la sfârşitul lui noiembrie 1997) s-a multiplicat de 4 ori în 10 ani. Aceasta explozie a tranzacţiilor pe pieţele financiare nu mai este în raport direct cu finanţarea producţiei şi a schimburilor internaţionale. După estimările BRI, valoarea tranzacţiilor financiare internaţionale este de 50 de ori mai mare decât valoarea comerţului internaţional cu bunuri şi servicii. Rezultă deci acest decuplaj - în creştere - între activitatea financiară şi cea reală.

In altă ordine de idei, dereglementarea şi internaţionalizarea pieţelor financiare au avut drept consecinţă plasarea sub o strictă supraveghere a politicilor economice ale statelor. Acum, pieţele

sunt cele care decid dacă politicile economice naţionale sunt eficiente. Dacă o anumită orientare a politicii bugetare le îngrijorează, o creştere a salariilor bugetarilor li se pare excesivă, o măsură de sprijinire a consumului li se pare costisitoare şi ineficientă, atunci sancţiunea este rapidă şi adesea brutala. In câteva momente, investitori din lumea întreagă - Tokyo, Singapore, New York, Londra, Frankfurt, Paris - alertaţi în timp real de terminalele Reuters, îşi exprimă neîncrederea şi dezaprobarea.

De asemenea, autorităţile monetare ale ţărilor nu pot face prea mult pentru a-şi apăra monedele în faţa speculaţiei: rezervele valutare ale ţărilor dezvoltate (principala armă de apărare a monedelor) reprezintă de 2 ori mai puţin decât valoarea zilnică a tranzacţiilor pe piata valutară. Criza valutară care a făcut să explodeze Sistemul Monetar European în 1992 şi 1993 sunt o perfectă ilustrare. S-a constatat cu această ocazie că fixitatea schimbului şi piaţa unică a capitalurilor, adică perfecta mobilitate a capitalurilor sunt incompatibile.

Integrarea financiară mondială şi mobilitatea internaţională a capitalurilor au modificat profund natura relaţiilor existente intre diferite economii. Altădată, transmiterea internaţională a conjuncturilor economice se realiza prin fluxurile de schimburi de bunuri şi servicii. Astăzi, variabilele financiare sunt cele care joacă rolul determinant în transmiterea conjuncturilor, acestea devenind din ce în ce mai interdependente.

Pe fondul tuturor acestor consecinţe ale globalizării financiare, a riscurilor pe care aceasta le presupune, se constata o gravă slăbiciune a noului sistem financiar internaţional. Crizele sunt din ce în ce mai frecvente şi mai variate, în special datorită sistemului ultraspeculativ instaurat la sfârşitul anilor '70, cu doi principali factori: dimensiunile atinse de sfera financiară, într-un timp record (au determinat ca aceasta să devină practic incontrolabilă), şi tendinţa ei de a genera "baloane speculative", provocând crizele. Astfel, de la criza datoriei Lumii a Treia din 1982, la cea din Rusia, toate pieţele (acţiuni, obligaţiuni, derivate, imobiliară.) au suferit cel puţin o zdruncinare m cursul ultimilor 15 ani.

1.3. Contagiunea crizelor financiare la nivel internaţional

Criza asiatică din 1997 este unul din exemplele cele mai elocvente pentru efectele distructive care însoţesc globalizarea pieţelor financiare. Declanşata în iulie 1997 în Thailanda, criza a atins rapid Coreea, Indonezia, Malaezia, Philippine şi celelalte tari asiatice, inclusiv Japonia. Liberalizarea financiară, această mişcare vasta declanşată la sfârşitul anilor '70, a fost în acelaşi timp factorul şi vectorul de difuzare a crizei. Enorma masă de capitaluri care s-a îndreptat spre Sud - Estul asiatic a format un "balon speculativ", fără a se preocupa de slăbiciunea tarilor economiilor locale. Acest balon a explodat brutal, apoi pieţele financiare interconectate au amplificat şocul. In 1982 a fost nevoie de declararea în încetare de plăţi a mai multor ţări în dezvoltare pentru a îngrijora lumea. De această dată, supraîndatorare a întreprinderilor şi băncilor private într-o regiune care contribuie cu numai 3,5% la PNB mondial a fost suficienta pentru a declanşa un risc planetar. Crizele mai recente din Argentina sau Chile reflectă acelaşi lucru.
Deficitul curent al Thailandei (ţara în care s-a declanşat criza) era de 8%. "Balonul" imobiliar şi bursier acumulat în anii de creştere devenea ameninţător. Capitalurile au început atunci sa părăsească ţara, iar speculatorii internaţionali au început să mizeze pe căderea bahtului, moneda naţională a Thailandei. Pe data de 2 iulie bahtul, moneda legata de dolar, s-a prăbuşit. Intr-o lună, a pierdut 25% din valoarea sa faţă de dolar. Celelalte monede asiatice au început atunci sa se

deprecieze. Spirala crahului fusese declanşată. Ca şi în Mexic, în decembrie 1994, capitalurile, adesea plasate pe termen scurt în scop speculativ, au plecat la fel de repede precum au venit; băncile străine au cerut rambursarea împrumuturilor pe termen scurt, pe care înainte le reînnoiau foarte uşor. Întreprinderile şi băncile asiatice au început sa cumpere dolari şi yeni pentru a-si onora obligaţiile scadente. Pentru a le ajuta să, băncile centrale şi-au sacrificat rezervele valutare. Acest scenariu catastrofa s-a reprodus în iulie în Thailanda, în noiembrie în Coreea şi la începutul lui ianuarie în Indonezia. In ceea ce priveşte Japonia, primul furnizor de fonduri pentru tarile emergente din Sud - Estul Asiei, ea a fost de asemenea atinsă de criza, dovedindu-se existenţa unor relatii financiare nefireşti: 3600 mld. dolari creanţe îndoielnice şi un sistem financiar dominat de mafie. In 1997, Indonezia, a patra putere demografica a globului, apărea ca un rai pentru investitori: 6% creştere anuală de 30 de ani, 47 mld. dolari excedent comercial pentru primele 11 luni din 1997. După declanşarea crizei, ţara a ajuns în ruină. Moneda sa, rupia, a pierdut 80% din valoarea sa faţă de dolar, iar 90% din societăţile cotate la Bursa din Djakarta erau în stare de insolvabilitate. Din Coreea de Sud, al cărei nivel de bogăţie s-a diminuat de 2 ori din noiembrie 1997, în Thailanda, al cărei PIB a revenit în 100 de zile de criza la nivelul din 1987, Asia a oferit aceeaşi imagine: o economie distrusă, părăsită de investitorii străini. In 1997, 25% din capitalizarea bursiera la Kuala Lumpur, în Malaezia, era în posesia investitorilor străini, fata de 2% în 1998, după criză. Din iunie în decembrie 1997, Bursele din Hong Kong, Seoul, Djakarta şi Bangkok au pierdut valoric mai mult de 1200 mld. dolari. Aceasta stare de fapt, atenuata parţial în ianuarie 1998, era calificata de Kenneth Courtis, economist la Deutsche Bank din Tokyo, drept "cea mai gravă criză din anii '30 pana în prezent". Primul seism major al erei mondializării, această criză a surprins observatorii, analiştii financiari, chiar şi pe cei mai pesimişti, prin amploarea şi rapiditatea cu care s-a propagat din Thailanda, de la începutul lui iulie, în toate ţările din zona, inclusiv Japonia. Şi de această dată, Comunitatea Internaţională a jucat rolul de "pompier" pentru a preveni un dezastru planetar: 100 mld. dolari au fost alocaţi pentru Asia, de doua ori mai mult decât pentru Mexic în 1994-1995. Se pare deci ca ceea ce a izbucnit în Asia de Sud - Est a fost un amestec exploziv de crize ale devizelor, întreprinderilor şi băncilor. Dezastrul a fost atât de mare, încât nici intervenţia FMI în Thailanda, Coreea şi Indonezia nu a fost suficientă pentru a stopa criza. Cel puţin două certitudini par sa nu fi supravieţuit în 1997: Asia în calitate de campioană de necontestat a creşterii economice şi atotputernicia pieţelor financiare, presupuse ca alimentând economia mondială. După grava criza produsă în tarile Asiei de Sud - Est, se pune problema unei reforme a pieţelor financiare pentru a nu cunoaşte o noua recesiune mondiala. Absurdă în urma cu un an, problema devine de mare actualitate. Alan Greenspan, preşedintele Rezervelor Federale propunea "modificarea practicilor şi instituţiilor pentru reducerea riscurilor sistemului".

Diferite forţe (guverne, creditori, investitori şi instituţii financiare) şi beneficii potenţiale au determinat adâncirea continuă procesului de globalizare. După căderea Sistemului de la Bretton Woods (1971) s-a trecut într-o nouă etapă de dezvoltare a sistemului financiar internaţional caracterizată printr-o mobilitate ridicată a capitalurilor şi printr-o participare a unui mare număr de ţări în curs de dezvoltare la derularea tranzacţiilor financiare în cadrul acestuia. Gradul ridicat de integrare al pieţelor financiare, dublat de liberalizarea fluxurilor de capital a condus la creşterea interdependenţelor între economiile dezvoltate şi economiile în dezvoltare din toate regiunile lumii. Analiza, în contextul actual, a evoluţiei acestor interdependenţe capătă o importanţă deosebită pentru înţelegerea naturii crizelor şi oferă noi perspective asupra efectelor de antrenare pe care acestea le au pe plan internaţional.

Crizele pot fi definite ca fiind situaţii caracterizate de o instabilitate pronunţată, fiind deci însoţite de o volatilitate şi de o incertitudine în creştere pe majoritatea pieţelor (pieţele de capital, piaţa petrolului, pieţele monetare şi valutare, piaţa muncii etc.). În situaţii de criză (orice formă ar îmbrăca ea) ne aflăm într-o permanentă stare de nelinişte şi de nesiguranţă legată de viitor, teamă sau chiar panică. Instinctul nostru de apărare şi de conservare ne îndeamnă să ne comportăm uneori iraţional şi să accentuăm şi mai mult această volatilitate, deoarece fiecare dintre noi, cu capacitatea cognitivă pe care o avem filtrăm informaţia şi înţelegem fenomenul în felul nostru transpunându-l apoi într-un anumit comportament legat de piaţă.

Crizele apar în urma unei perioade în care preţul unor active (financiare sau nu) au crescut artificial foarte mult, şi în momentul în care piaţa devine conştientă cu privire la această supraevaluare reacţionează în consecinţă. Etimologic cuvântul „criză" provine din cuvântul grecesc „krisis" care înseamnă o situaţie ce necesită luarea unei decizii. Mishkin a definit criza ca fiind „situaţia în care selecţia adversă şi hazardul moral se acutizează, pieţele nemaifiind capabile să canalizeze resursele către cele mai productive oportunităţi de investiţii". O abordare similară întâlnim şi la Friedman care consideră că criza are o puternică dimensiune psihologică. Panicaţi de perspectiva pieţei, deponenţii se aruncă într-un număr periculos de mare asupra depozitelor lor din bănci şi deci sistemul bancar intră într-un colaps generalizat. Criza este asociată adesea lipsei de condiţii care să permită adoptarea unei decizii (Morin , 1976). Apariţia unei crize poate fi greu anticipată, elementul de surpriză asociat unei astfel de situaţii fiind fundamental (Reilly , 1993). În unele cazuri, criza este definită ca fiind un eveniment cu probabilitate redusă de apariţie dar care are implicaţii mari pentru societate, organizaţii sau indivizi (Mitroff & all , 1988).

Problema cu definirea acestor crize constă în a spune cât de mare să fie volatilitatea sau căderea pieţelor pentru a putea încadra o evoluţie de acest gen în categoria unei crize. Nu există definiţii foarte clare cu privire la cât de mare să fie inflaţia, şomajul sau scăderea PIB-ului unei ţări pentru a aprecia intrarea ei într-o criză. Convenţional, s-a stabilit că o economie intră în fază de recesiune atunci când după 2 trimestre succesive avem de a face cu scăderea PIB-ului unei ţări sau regiuni (definiţia a fost propusă de Shiskin în 1975). National Bureau of Economic Research (NBER) defineşte criza ca fiind "o scădere semnificativă a activităţii economice pentru câteva luni reflectată în scăderea PIB, scăderea veniturilor individuale, reducerea nivelului ocupării, diminuarea producţiei industriale şi a consumului". O altă definiţie a crizei dată de Bruno (1996) menţionează „situaţia în care o economie înregistrează scăderea PIB pentru trei ani consecutivi şi această scădere este mai mare de 9%".

Există diferite clasificări ale crizelor actuale. O primă clasificare relevantă pentru discuţia noastră ar fi următoarea (Manic , 2009):

- Crize de mică amploare, conjuncturale sunt cele mai puţin periculoase dar şi cele mai des întâlnite. Sunt generate şocuri externe (creşterea preţului petrolului pe pieţele internaţionale, conflicte la frontieră, calamităţi naturale în regiune) care generează o scădere a PIB şi o creştere a şomajului. Guvernele pot contracara efectele negative ale acestor crize prin măsuri fiscale. Chiar şi în absenţa unor măsuri explicite economia găseşte rapid calea de redresare şi de răspuns la efectele negative generate de o anumită conjunctură externă.

- Crizele structurale:generate pe fondul unei lipse de ajustare / adaptare a structurii producţiei interne la conjunctura internaţională. Aceste crize structurale conduc cel mai adesea la probleme de balanţă de plăţi externe pe fondul pierderii competitivităţii externe, a insuficientei adaptări a ofertei la noile cerinţe de pe pieţele internaţionale. Aceste crize au un impact prelungit şi mult mai destabilizator asupra unei economii.
- Crizele sistemice: sunt crize care nu mai îşi pot găsi soluţia în interiorul economiei în condiţiile unei structuri de producţie date. Sunt crize care necesită o reformare a întregului sistem în care este angrenată o economie (de exemplu reformarea Sistemului Financiar Internaţional).
- altă clasificare interesantă a fost făcută de Ishihara (2005) care a identificat în literatura de specialitate cinci forme diferite de crize economico-financiare:
- Criză de lichiditate în sectorul financiar bancar (: este definită ca fiind o situaţie în care într-o ţară mai multe bănci intră în imposibilitate de a-şi onora obligaţiile de plată pe termen scurt (criza de lichiditate) sau pasivele băncii sunt mai reduse decât activele băncii duce la (insolvenţa băncilor). Măsurarea unei astfel de crize se bazează pe indicatorul care raportează volumul depozitelor totale din sistemul bancar la totalul activelor băncilor din sistem (Demirguc-Kunt, Detragiache şi Gupta , 2000);
- Criza de balanţă de plăţi externe: a fost definită pentru prima dată de Krugman şi Obstfeld ca fiind acea situaţie în care rezerva internaţională a unei ţări se diminuează semnificativ pe fondul unor operaţiuni masive de cumpărare de valută pe piaţa valutară motivate de anumite aşteptări privind o iminentă depreciere a cursului de schimb în perioada imediat următoare. Kaminsky şi Reinhart au definit şi ei criza de balanţă de plăţi externe ca fiind o prăbuşire abruptă a rezervei internaţionale fără însă a propune un criteriu obiectiv pentru a caracteriza această prăbuşire drept criză. Măsurarea unei astfel de crize se bazează pe ritmul de variaţie a rezervelor internaţionale ale unei ţări (rezerve prin care balanţa de plăţi externe îşi găseşte echilibrul pe o perioadă determinată). O astfel de prăbuşire a rezervei internaţional nu survine doar unor speculaţii pe piaţa valutară ci şi unei situaţii de dezechilibru cronic de cont curent (importuri mai mari decât exporturile pe o perioadă prelungită).
- Criză valutară: este caracterizată printr-o depreciere semnificativă a cursului de schimb pe fondul creşterii puternice de cerere de valută, presiunilor inflaţioniste (Glick şi Hutchison , 1999). În literatură este definită ca fiind situaţia în care cursul de schimb cunoaşte în termeni nominali o depreciere mai mare de 25% pe perioada ultimelor 12 luni (Frank şi Rose , 1996) sau o depreciere mai mare de 10% a cursului real (Esquivel şi Larrain , 1998). O altă propunere (Goldfajn şi Gupta , 1999) interesantă caracterizează criza valutară drept o deviaţie puternică între cursul real şi cursul estimat.
- Criză de datorie externă: definită pentru prima dată de Dornbusch (1989) ca fiind acea situaţie în care o ţară este în incapacitate de a-şi onora serviciul datoriei externe şi de a rambursa ratele aferente acesteia. O serie de specialişti care au preluat această definiţie iniţială au încercat mai apoi să definească în mod obiectiv termenul de incapacitate. Trebuie spus în primul rând că declararea oficială a încetării temporare plăţilor aferente datoriei sale externe (cazurile deja de notorietate a Mexicului, Braziliei sau Argentinei) nu înseamnă neapărat că această ţară se găseşte în situaţia

de incapacitate de plată. Detragiache şi Spilimbergo (2001) au definit criza datoriei externă ca fiind una dintre următoarele situaţii: (a) situaţia în care datoria cu probleme (cea care nu mai poate fi rambursată) este mai mare de 5% din totalul datoriei externe şi (b) situaţia în care o ţară solicită restructurarea datoriei sau reeşalonarea plăţilor (moratoriul datoriei externe) în contul datoriei externe creditorilor săi. Indicatorii clasici pe baza cărora se analizează o potenţială criză de datorie externă sunt: datoria externă / PIB, datoria externă / exporturi totale sau rata serviciului datoriei externe. Ajayi şi Mbodja (1996) au propus un sistem de indicatori mai complex prin care să fie măsurată posibilitatea ca o ţară să intre într-o astfel de criză: (1) datorie externă / exporturi; (2) datorie externă / PNB; (3) serviciul datoriei externe / exporturi; (4) rata dobânzilor / exporturi şi (5) rata dobânzilor / PNB.

- Crizele financiare: în literatură nu s-a creionat încă un punct de vedere unitar cu privire la acest tip de criză. Crizele financiare sunt asociate unei diminuări drastice a încrederii investitorilor în sistemul financiar. Pe fondul aceste credibilităţi în scădere capitalurile sunt retrase de pe pieţele financiare şi repatriate în ţara lor de origine. Acest efect generează o scădere a lichidităţii tranzacţiilor pe bursă, o presiune pe cursul de schimb (pe fondul creşterii cererii de valută necesară conversiei sumelor dezinvestite de pe piaţa de capital) şi o presiune pe rata dobânzii (pe fondul diminuării cererii de titluri financiare).

Este dificil să facem aprecieri când o criză financiară devine una economică sau dacă o criză economică generează o criză financiară sau invers. În principiu vorbim intotdeauna de o criză economică generată fie de cauze financiare, politice sau sociale. Criza financiară nu este decât o formă de manifestare a crizei economice şi reflectă o neîncredere în sistemul financiar, o scădere semnificativă a volumului tranzacţiilor la bursă, o dereglare a mecanismelor de piaţă. Bursa este barometrul economiei şi tranzacţionează afaceri de diferite dimensiuni şi din diferite sectoare. În momentul în care piaţa acestor afaceri (piaţa imobiliară, piaţa petrolului, piaţa muncii) suferă dereglări sau corecţii importante ele se vor reflecta în profitabilitatea afacerilor listate la bursă şi, implicit, în preţul activelor financiare (acţiuni sau obligaţiuni) care depind direct de aşteptările investitorilor. Panica legată de economie nu face altceva decât să accentueze amplitudinea acestor corecţii şi să inducă noi incertitudini în economie. De aici şi până la reducerea apetitului pentru economisiri şi investiţii şi apoi la creşterea dobânzilor pe piaţă nu este decât un pas.

Aceste clasificări nu aduc prea mult ceva nou pentru teoria crizelor dacă avem în vedere faptul că la originea lor stă o cauză monetară fundamentală: expansiunea monetară. Aceste crize, fie că este vorba de o criză a datoriei externe, a balanţei de plăţi externe sau a lichidităţii în sistemul bancar pleacă de la intervenţia statului pe pieţele monetare prin infuzia de bani care alterează starea capitalului pe piaţă. Foarte mulţi specialişti consideră oarecum eronat că ceea ce se întâmplă la ora actuală pe pieţele financiare internaţionale a fost cauzat de ingeniozitatea financiară a unor bancheri care "împachetând" un pachet imens de credite de consum, contracte de leasing sau credite ipotecare în aşa zisele "active toxice" prin mecanismul securitizării sau emisiunii de certificate de depozitare ("depositay receipts") pe care apoi le-au garandat cu "credit default swaps" (un fel de garanţie pentru activele originale împachetate de aceste instrumente "inovatoare"). O altă greşeală, în opinia multora, s-a produs de către agenţiile de rating (la care toţi ne uitam ca la adevăraţi zei fiind de neconceput ca ele să greşească cu ceva în modelarea şi

evaluarea riscului asociat unor companii de proiect - SPV implicate în securitizare sau emisiunea de certificate de depozitare ce nu aveau în spatele lor decât activele pe care le consolidau şi evident sponsorii lor - bănci de investiţii de prim rang. Cu "ajutorul" acestor agenţii de rating astfel de companii au primit ratinguri identice cu ale sponsorilor deşi riscul asociat lor era complet diferit (un risc în acest caz nu e compus doar de riscul de firmă ci şi de riscul de proiect neglijat total de aceste agenţii). La toate acestea se adaugă lipsa de reglementare a acestor instrumente care a permis expunerea portofoliilor financiare unor instituţii de investiţii nepermis de mult faţă de riscurile înglobate de aceste instrumente toxice.

Atunci când se caută adevăratele cauze ale crizelor că la baza acestei crize a stat politica banilor ieftini promovată de marile bănci centrale cu aprobarea tacită a FMI. Nimeni nu s-a ridicat să reacţioneze cu vehemenţă atunci când băncile centrale (care sunt ele independente dar nu sunt private) au emis monedă - un bun public să nu uităm - în neştire şi că acest lucru a indus în eroare antreprenorială pe toată lumea - de la şomeri la marii antreprenori. Banul ieftin şi uşor de obţinut (şi nu capitalul) a fost pompat de băncile comerciale cu acordul băncilor centrale în sistem şi a sedus pe toată lumea. Toţi am devenit brusc mai optimişti cu proiectele noastre antreprenoriale şi am crezut că putem susţine pe termen lung proiecte care iniţial nu puteau fi finanţare doar cu capitalul existent acumulat strict din ceea ce economiseam. Creditele ipotecare, leasingul, creditele de consum s-au extins cu repeziciune nu pentru că băncile şi bancherii erau lacomi ci pentru că statul le permitea acest lucru. Mai mult era mult mai uşor şi atractiv să creditezi consumul şi nu producţia având la dispoziţie o sursă nelimitată de bani (nu de capital repet). Emisiunea de monedă a băncilor centrale mari (SUA mai ales, dar nu numai) a fost cea care a declanşat de fapt criza (ca să poţi găsi soluţii la criză trebuie să poţi să identifici corect cauzele sale). Crizele actuale sunt precedate de un hazard moral exploatat la maxim de un sector financiar-bancar ce funcţionează după regulile pieţei libere dar care tranzacţionează un bun public (apanaj al statului): banul.

Băncile comerciale, considerate de foarte mulţi în mod eronat afaceri private şi apanajul capitaliştilor, şi-au pierdut de mult funcţia de mobilizator şi plasator de economisiri private (capitaluri), şi au devenit o unealtă a statului, un plasator eficient (pentru stat doar) de monedă în economie, distorsionând puternic imaginea şi anticipările antreprenorilor cu privire la dimensiunea reală a unei resurse importante: capitalul. Foarte mult din sistemul financiar actual s-a dezvoltat cu concursul statutului astfel că sistemul financiar - bancar nu mai este demult privat. În acest sistem se pune nepermis de mult accentul pe monedă şi nu pe capitaluri (de fapt nici nu se face această distincţie clară într-o bancă comercială având în vedere că zilnic deficitul de resurse între ceea ce se atrage ca depozite şi ceea ce se creditează este compensat prin diferite scheme de refinanţare). E mult mai greu să te lupţi pentru economisiri şi pentru a-i convinge pe consumatori să renunţe la consumurile lor şi să pună bani deoparte decât să te plasezi moneda ieftină şi abundentă emisă de băncile centrale. S-a produs practic o ruptură între sistemul financiar controlat de către stat prin banca centrală şi economiile reale (nu întâmplător asistăm la o accelerare a crizelor în ultima perioadă). Mai mult, practica şi modelul acesta de dezvoltare a ajuns o practică internaţională (crizele au devenit globale). Acesta este unul dintre paradoxurile capitalismului actual: antreprenorii sunt obligaţi să vândă produsele şi serviciile lor respectând principiile pieţei libere procurându-şi însă resurse de pe pieţe tot mai reglementate şi pe care statul are o implicare tot mai mare (piaţa capitalurilor, piaţa muncii).

Concluzia este cât se poate de clară dacă plasăm analiza crizelor actuale în aceste coordonate: nu capitalismul, liberalismul excesiv sau mecanismele pieţei libere au generat această criză (şi toate crizele care vor urma). Statul este cel care prin băncile sale centrale alterează o resursă importantă din economie (care este şi ea limitată) – capitalul - prin emisiunea necontrolată de monedă şi prin lipsa unor mecanisme reale de a controla această emisiune (etalonul aur era foarte eficient pentru că nu s-a putut descoperi formula chimică a acestui metal preţios). Alterând acest capital din piaţă el denaturează dobânda calculele antreprenoriale şi induce în eroare pe toţi cei care acţionând pe piaţa liberă, fiind creativi şi asumându-şi riscuri vând produse şi servicii. Lucrul cel mai grav este că această intervenţie malefică şi greu de observat a statului în economie prin acapararea sistemului financiar-bancar s-a extins încetul cu încetul şi la piaţa capitalurilor. Preţurile acţiunilor au fost alterate şi ele de banii ieftini pompaţi de stat şi de băncile comerciale în economie.

Observând toate aceste reacţii împotriva capitalismului promovate în diferite cercuri academice ne dăm seama că nu s-a înţeles nimic din această criză. Toţi cei care au avut de câştigat din acea stare de aparentă bunăstare (bancherii, brokerii, cei din băncile centrale sau din comisiile de supraveghere, asiguratorii, agenţii imobiliari, companiile de leasing, intermediarii de credite de consum) încearcă acum să ne convingă de faptul că la baza crizei a stat piaţa liberă şi liberalismul excesiv (adică economia reală şi privată, cea care acum suferă cel mai mult de pe urma crizei) în speranţa că se va reveni la o situaţie anterioară. Este o abordare greşită şi lipsită de cea mai elementară logică economică: la baza crizei actuale se găseşte statul prin băncile centrale, manipulatorul de monedă, cel care nu are nici cele mai elementare criterii de a controla şi de a emite această monedă în sistem dar şi băncile comerciale şi toate instituţiile de intermediere financiară care au devenit tot mai mult bănci de stat mult prea concentrate pe multiplicarea creditului bazat pe o monedă ieftină şi mult mai uşor de obţinut de la stat. Toate calculele economice (micro şi macro) sunt date peste cap de acest comportament iresponsabil al băncilor centrale. Totul a devenit mai volatil şi mai impredictibil. Mediul de afaceri pare tot mai nesigur nu doar pentru antreprenorii angajaţi în producţia de bunuri şi servicii care îşi văd afacerile date peste cap ci şi pentru omul de rând interesat de o casă, o maşină, o familie şi un loc de muncă stabil cel puţin pe termen mediu.

În acest context viitorul capitalismului pur bazat pe virtuţiile pieţei libere pare extraordinar de sumbru, cu atât mai mult cu cât lipsa de înţelegere a fenomenului a dus la o şi mai mare întărire a statului ca soluţie la această criză (bănci naţionalizate, ajutoare de stat acordate industriilor cu probleme). Dacă ne întrebăm cât va dura această criză sau dacă vor mai apărea în curând crize de o asemenea amploare răspunsul este simplu: atâta timp cât statul şi băncile centrale nu îşi vor recunoaşte neputinţa şi vina şi atâta timp cât nu se va adopta un mecanism clar şi sigur de control al emisiunilor monetare (etalonul aur de exemplu) la nivel mondial ciclurile economice nu vor înceta să se succeadă cu tot mai mare amploare. Dacă nu vom încerca să limităm prin diferite pârghii sau să eliminăm controlul statului asupra emisiunii monetare la nivel global, nu vom face decât să ne complacem într-un capitalism devenit tot mai socialist şi mai intervenţionist în care moneda a devenit cea mai importantă pârghie în economie iar cei care o manipulează şi o distribuie sunt cei mai avantajaţi de sistem. Este nevoie de o astfel de limitare a intervenţionismului monetar al statului pentru că el nu are (şi nu va avea vreodată) mecanismele necesare pentru a aloca resursele monetare (banii) în sistem pe criterii cu adevărat economice. Statul se amăgeşte dacă crede că pompează bani exact cât are economia mai multă nevoie şi la

costuri mult mai mici şi ne amăgeşte (ne induce în eroare antreprenorială) şi pe noi cu consecinţele de rigoare.

În cazul multor ţări emergente crizele structurale cu care se confruntau de mai mult timp au fost dublate de criza de sistem importată din exterior. Această criză de sistem pornită din SUA (pe fondul politicii de expansiune monetară dusă de această ţară aproape în permanenţă) s-a răspândit cu mare rapiditate în plan global. Fenomentul de răspândire sau de propagare a crizei este cunoscut în literatura de specialitate sub numele de „efect de contagiune". Termenul de „contagiune" provine din domeniul medical şi a fost introdus recent în literatura economică de specialitate . Interesul economiştilor pentru fenomenul de contagiune a crizelor financiare a căpătat amploare abia în cea de a doua jumătate a anilor '90 când au început să fie tot mai vizibile efectele de propagare a crizelor de la o ţară emergentă la altă ţară emergentă. Practic prima criză în care a fost observat pentru prima dată efectul de contagiune a fost criza din Thailanda (iulie, 1997) de pe piaţa valutară când guvernul thailandez a decis să suspende ancora valutară pe dolar şi să adopte flotare liberă pentru moneda naţională – baht (menţinerea pentru o perioadă îndelungată a unui curs fix a încurajat împrumutul din surse externe şi atragerea de investiţii străine care au expus însă foarte mult economia la riscul valutar). Foarte rapid această criză s-a extins în toate ţările vecine: Filipine, Malaiezia, Singapore, Coreea de Sud fiind printre cele mai afectate ţări din regiune. Criza s-a propagat apoi asupra Rusiei şi Braziliei. Chiar şi ţări dezvoltate din Europa şi America de Nord au resimţit efectele acestei crize care a angrenat ca într-un „efect de domino" tot mai multe ţări.

Introducerea conceptului de contagiune în literatura de specialitate privind crizele financiare s-a bazat pe efectul devastator pe care acestea îl au asupra nivelului veniturilor şi bunăstării unui număr foarte mare de oameni şi într-un timp foarte scurt (la fel ca în cazul unei epidemii de mare amploare). Conceptul de contagiune nu are în vedere doar impactul crizelor pe plan local ci şi canalele prin care aceste crize sunt propagate la nivel internaţional. Vorbim de efectul de contagiune şi atunci când este vorba de propagarea unei crize din anumite sectoare la nivelul întregii economii (de exemplu criza de pe piaţa creditului ipotecare din SUA a început să antreneze progresiv toate sectoarele economiei). În definirea efectului de contagiune se mai are în vedere existenţa unui contact direct sau indirect între ţările (sau sectoarele) afectate de criză.
Efectul de contagiune are în vedere şi răspunsul emoţional al investitorilor şi consumatorilor la schimbări radicale produse pe pieţele internaţionale, existând şi o pronunţată dimensiune psihologică şi comportamentală. Imperfecţiunile pieţelor financiare internaţionale pot genera baloane speculative, comportament iraţional din partea actorilor pieţei, atacuri speculative, prăbuşirea burselor şi alte fenomene de acest gen. Aceste imperfecţiuni pot genera dezechilibre majore în balanţa de plăţi externe sau la nivelul indicatorilor macroeconomici fundamentali (inflaţie, curs de schimb, dobândă, şomaj) în ţări care iniţial păreau stabile din punct de vedere economic.

În momentul de faţă se operează cu mai multe definiţii ale efectului de contagiune a crizelor financiare :

- Abordarea generală: contagiunea reprezintă mecanismul prin care şocurile se transmit între diferite ţări, generând un efect de domino la nivel global. Contagiunea poate apărea atât în momente de creştere economică cât şi în momente de criză. Fenomenul este luat în considerare doar atunci când vorbim de

o situaţie de criză propagată la nivel internaţional (de multe ori se uită că există şi o contagiune „pozitivă" prin care creşterea sau dezvoltarea economică este exportată în alte ţări);

- Abordarea restrictivă: contagiunea reprezintă mecanismul prin care şocurile se transmit între diferite ţări sau când apare o corelaţie între două sau mai multe ţări, dincolo de orice legătură fundamentală între ţări şi care diferă de şocurile comune cu care se confruntă aceste ţări. Această definiţie se referă la acel efect de antrenare suplimentar apărut între două sau mai multe ţări explicat prin atitudini comportamentale specifice la nivel de investitor sau consumator;
- Abordarea strictă: contagiunea apare atunci când corelaţia între două sau mai multe ţări creşte semnificativ în perioade de criză comparativ cu perioadele de acalmie. Definiţia se referă, practic, la influenţa pe care o criză o poate avea asupra intensităţii legăturii între două sau mai multe ţări.
- În definirea conceptului de contagiune au fost identificate o serie de legături care pot exista între diferite ţări şi care explică existenţa şi amplitudinea acestui fenomen:
- Legături financiare : apar datorită conectării diferitelor economii la sistemul financiar internaţional. Atunci când într-o ţară apare o situaţie de criză, fondurile de investiţii se confruntă cu retrageri masive de capitaluri de către investitori, acest lucru fiind compensat de emisiunea de titluri într-o terţă ţară pentru a atrage lichidităţi. În acest fel, şocul iniţial este propagat şi către alte ţări. Un fenomen similar este cel al băncilor multinaţionale care orientează excesul de lichiditate către pieţe care oferă potenţial de creştere mare (pieţele emergente de exemplu) şi pe care apoi îl retrag rapid în momentul în care apar primele semne de criză în ţara de origine (acest lucru dezechilibrează ţările debitoare, dezechilibrul fiind apoi şi mai accentuat de retragerea definitivă sau parţială de pe acea piaţă a băncilor multinaţionale).
- Legături economice : apar mai ales datorită relaţiilor comerciale între diferite ţări. Când raportul de schimb între două ţări se deteriorează sau când două ţări se află într-o competiţie puternică pe pieţele internaţionale, de multe ori sunt tentate să obţină un avantaj competitiv temporar din deprecierea cursului de schimb. Investiţiile străine directe şi cele de portofoliu contribuie şi ele la acest efect de antrenare.
- Legăturile politice: apar pe fondul relaţiilor diplomatice şi politice între diferitele ţări. Acest tip de legătură este mai puţin studiat în literatura de specialitate atunci când se analizează efectul de contagiune. Foarte multe ţări fac parte din diferite „cluburi" economice care impun anumite norme de conduită (de exemplu pot impune un anumit regim valutar). Această apartenenţă la diferitele grupări politice face ca de multe ori crizele să capete un caracter de cluster. O ţară care intră într-o criză şi face parte din acest grup atrage intrarea tuturor ţărilor din grup în criză.

Cei mai mulţi economişti operează cu definiţia strictă a fenomenului de contagiune: „contagiunea reprezintă o creştere rapidă a legăturii între diferitele pieţe financiare în momente de criză". O definiţie derivată din abordarea strictă a efectului de contagiune este cea dată de Kaminsky şi Reinhart (1999) şi de Eichengreen şi Rose (1998): „efectul de contagiune reprezintă acea situaţie în care informaţia cu privire la existenţa unei crize într-o altă ţară creşte

probabilitatea unei crize pe plan local". O serie de autori (Gertsman , 1998, MacMahon şi Trichopoulos , 1996; Edwards , 1999) au restricţionat şi mai mult terminologia efectului de contagiune: „contagiune este acea situaţie în care magnitudinea şi amploarea transmiterii şocurilor la nivel internaţional depăşeşte aşteptările ex-ante ale operatorilor din piaţă".

În momentul de faţă putem vorbi de mai multe forme de contagiune a crizelor financiare :

- Efectul de contagiune de tip „muson": este dat de existenţa unui dezechilibru la nivel global care afectează un număr mare de ţări (chiar pot fi afectate toate ţările) conectate la economia mondială. În acest sens pot fi date numeroase exemple de crize propagate în acest fel: crizele petroliere din 1973 şi 1979, creşterea dobânzilor în Germania în 1992 în contextul crizei ERM, creşterea dobânzilor din SUA după criza din Mexic din 1994.
- Efectul de contagiune de tip „spillover": este dat de existenţa unei crize într-o ţară anume care se propagă apoi la un număr mare de ţări. Kaminsky şi Reinhart au numit acest efect contagiune bazată pe variabilele fundamentale („fundamentals based contagion"). Exemple de astfel de efecte de contagiune ar fi: deprecierea pronunţată a yen-ului japonez din 1995 faţă de dolarul american care a generat apoi criza în Asia de Sud-Est (începută în Thailanda în 1997), cele mai afectate ţări din regiune fiind ţările care aveau cele mai dezvoltate relaţii comerciale cu Japonia şi SUA, criza din Mexic din 1994 care apoi s-a propagat în mai multe ţări din America Latină, criza din Turcia din 2000, criza „dot.com" din SUA şi Europa din 2000, criza „subprime" de pe piaţa creditului din SUA din 2007.
- Efectul de contagiune de tip „rezidual": se referă la modificări ale situaţiei economice din diferite ţări care depăşesc aşteptările operatorilor din piaţă şi care sunt vizibile în valoarea reziduală („zgomotul alb") al modelelor care testează corelaţiile între diferitele economii (între o ţară şi mai multe ţări sau între o ţară şi economia mondială).
- Efectul de contagiune a volatilităţii: este un tip al contagiunii manifestat cu precădere pe pieţele de capital şi are în vedere propagarea volatilităţii în creştere (riscul investiţional asociat este în creştere) de pe piaţă de capital pe alte pieţe de capital . Acest tip de contagiune este printre cele mai studiate forme în literatura de specialitate.

Studiile efectuate cu privire la contagiunea crizelor financiare arată că toate canalele de transmitere a acestui efect sunt la fel de importante. Există însă şi păreri conform cărora unele canale ar avea rol dominant (fie cele financiare fie cele non-financiare). În opinia specialiştilor principalele canale de transmitere a efectului de contagiune sunt: comerţul internaţional cu bunuri şi servicii (deschiderea unei ţări către pieţele internaţionale), transferul de capital prin intermediul pieţelor financiare (creditele internaţionale, investiţiile străine directe, investiţiile străine de portofoliu), pieţele monetare, apartenenţa la anumite grupări integraţioniste, dependenţa variabilelor fundamentale (financiare şi non-financiare) între economii. Efectul de contagiune este folosit de cele mai multe ori pentru a caracteriza reacţia unor variabile financiare (cum ar fi cursul de schimb, rata dobânzii, cotaţiile acţiunilor la bursă) la evenimente întâmplate într-o altă ţară. Contagiunea este interpretată ca fiind fenomenul prin care evoluţia acestor variabile este corelată între ţări sau la nivel internaţional, variabilele evoluând în acelaşi sens.

Efectele crizelor actuale sunt foarte uşor de identificat: aceste crize duc la o diminuare a consumului pe fondul panicii create în jurul veştilor sumbre legate de evoluţia unor indicatori macroeconomici (inflaţie aşteptată, dobânzi, curs de schimb, şomaj); pe fondul scăderii consumului intern apare o creştere a şomajului destul de accentuată. Un alt efect, dacă această criză este una de sistem cu dimensiune regională sau globală, este acela de scădere a exporturilor pe fondul scăderii cererii pe pieţele externe afectate de această criză. Perioadele de criză generează o serie de sentimente în rândul investitorilor individuali, de la teamă, panică, frică până la isterie în unele cazuri. Aversiunea la risc este în creştere şi va dura multă vreme până când piaţa americană va recâştiga încrederea acestor investitori. Un efect direct a acestei aversiuni la risc în creştere îl constituie schimbarea (ajustarea) comportamentului investiţional cu impact asupra structurii portofoliilor financiare. Este evident faptul că în momentul de faţă investitorii se reorientează spre instrumente financiare mai puţin riscante (obligaţiuni de stat, titluri de stat). De aici apare automat efectul asupra costului capitalului şi indirect asupra cursului de schimb. Conform teoriei economice (legea cererii şi a ofertei), în momentul în care investitorii de pe piaţa de capital se confruntă cu riscuri (volatilitate) în creştere, cu randamente în scădere, când lichiditatea pieţei de capital lasă de dorit cererea de instrumente financiare (înclinaţia spre investiţii) este în scădere semnificativă acest lucru conducând la creşterea dobânzii şi, implicit, la creşterea costului capitalului atras pe termen lung de pe pieţele de capital prin instrumente specifice. Acest lucru poate explică şi de ce în aceste momente băncile centrale sunt tentate să diminueze dobânda de intervenţie pentru a putea oferi sistemului bancar o lichiditate sporită necesară susţinerii financiare a activităţii economice. Dacă însă aceşti bani nu sunt orientaţi spre producţie ci vor continua să fie orientaţi de către bănci tot către consum problemele se vor înrăutăţi şi mai mult. A răspunde la criză tot printr-o politică a banului ieftin (care realimentează criza) nu faci decât să amâni pe mai târziu declanşarea unei noi crize mai puternice şi mai profunde (care include şi noua masă monetară emisă pentru a genera ieşirea din criză. Un alt efect al crizei, în opinia specialiştilor, este inflaţia şi deprecierea accentuată a cursului de schimb. De fapt, inflaţia şi deprecierea cursului de schimb nu sunt consecinţele directe ale crizei ci consecinţele expansiunii monetare.

Criza financiară a dat naştere la falimente răsunătoare, restructurări de companii şi instituţii financiare, preluări şi fuziuni, susţinere financiară directă cu fonduri importante din partea guvernului american (au fost aprobate până acum peste 700 mld. USD doar pentru a putea fi folosite în vederea salvării instituţiile financiare americane de efectele crizei). O bună parte dintre aceste instituţii sunt sau au fost listate la bursă, ieşirea lor de pe piaţă afectând nu doar credibilitatea în piaţa americană de capital ci şi volumul tranzacţiilor bursiere, volatilitatea preţurilor, nivelul randamentelor. volumul tranzacţiilor bursiere a fost şi el puternic afectat pe principalele burse din lume, însă impactul cel mai puternic criza îl are asupra volatilităţii (riscului) şi asupra randamentelor bursiere asociate mai ales instrumentelor cu venit variabil.
Criza a condus la o serie de reacţii instituţionale care s-au materializat într-o serie de măsuri de intensificare a controlului asupra unor zone rămase în afara jurisdicţiei băncilor centrale sau comisiilor de supraveghere a pieţelor de capital. În paralel au fost aduse tot mai mult în discuţie criteriile de acordare a finanţărilor şi metodologiile de risc şi de rating folosite în decizia de finanţare. Mai mult, intervenţia statului pe pieţele financiare (care uneori a mers până la cazuri extreme de naţionalizare) a trebuit şi ea legitimată printr-o serie de măsuri legislative nemaiîntâlnite de la Marea Criză.

Crizele din perioada modernă nu diferă din punct de vedere al cauzelor şi efectelor de crizele din perioada clasică. Diferă doar anvergura acestora şi cadenţa mult mai rapidă cu care se succed în momentul de faţă. Eşecul statului în a tempera frecvenţa lor de apariţie şi în a diminua efectele negative ale acestor crize este evident. Chiar dacă se va încerca o reglementare mai bună a pieţelor financiare şi a comporamentului actorilor pe aceste pieţe se vor găsi noi şi noi inovaţii financiare care vor trece de limita de jurisdicţie a acestor măsuri. Singura soluţie de ieşire din criza actuală rămâne reformarea modului de intervenţie a statului pe pieţele monetare, limitarea expansiunii monetare, a hazardului moral creat de această expansiune monetară. Introducerea unor restricţii în sistemul de creditare este un alt aspect care trebuie pus serios în discuţie: actualul sistem monetar baza pe rezerve fracţionare îşi arată fără doar şi poate limitele sale. Băncile comerciale trebuie să accepte că banii din conturile la vedere sunt banii deponenţilor şi că nu pot fi folosiţi pentru operaţiunile băncii în nici un fel. Aceşti bani trebuie să rămână integral în rezerva băncii (rezerva 100% să înlocuiască actuala rezervă fracţionară). Un alt element care trebuie reformat se referă la depozitele la termen simple (nu cele bazate pe certificate de depozit) care trebuie să îşi piardă caracteristica actuală prin care un deponent poate retrage dintr-o bancă un depozit la termen înainte de scadenţa sa. Se pot discuta şi aspectele legate de cât de mult se poate expune o bancă universală pe instrumente cu risc ridicat (acţiuni şi derivate) folosind bani din depozitele bancare însă nu înainte de a rezolva problema hazardului moral al refinanţării ieftine de la banca centrală. Cu un salvator în permanenţă în apropierea ta nu vei fi niciodată tentat să te comporţi raţional.

Întrebări de sinteză

1. *Ce reprezintă Sistemul Monetar Internaţional, care sunt principiile care au stat la baza funcţionării acestuia şi care a fost evoluţia sa în timp?*
2. *Ce reprezintă dolarizarea şi de câte tipuri este aceasta?*
3. *Care sunt trăsăturile definitorii ale dolarizării oficiale?*
4. *Care sunt premisele globalizării financiare?*
5. *Care sunt principalele efecte ale globalizării financiare?*
6. *Sunt crizele financiar - monetare o consecinţă a globalizării financiare?*
7. *Care sunt avantajele şi dezavantajele fenomenului de dolarizare?*

De studiat

1. *Să se studieze dacă crizele financiare sunt un efect sau un atribut intrinsec al globalizării?*

2. *Analizaţi fenomenul dolarizării în ţara noastră şi comparaţi situaţia de la noi cu cea din celelalte ţări est - europene.*

3. *Identificaţi principalele direcţii de urmat pentru reformarea Sistemului Financiar Internaţional.*

Teste grilă rezolvate

1. Sistemul Financiar Internaţional poate fi definit:
   a. *Ca un ansamblu de norme, tehnici cu privire la transferul resurselor de capital;*
   b. *Ca un sistem care se reglează automat;*
   c. *Ca un sistem independent în cadrul sistemului economic;*
   d. *Ca un complex format din pieţe, instituţii şi instrumente financiare.*

2. Sistemul financiar de la Bretton – Woods se caracteriza prin:
   a. *Un sistem de cursuri care flotează liber;*
   b. *Un sistem prin care fiecare monedă era legată direct de aur;*
   c. *Un ansamblu de cursuri bilaterale menţinute fixe;*
   d. *Un sistem în care toate monedele erau fixate faţă de dolar şi dolarul era fixat în raport cu aurul.*

3. Prăbuşirea sistemului de la Bretton – Woods (1971) s-a datorat:
   a. *Lipsei unor reglementări unitare în sistem;*
   b. *Lipsa de voinţă politică;*
   c. *Instabilitatea cursurilor de schimb;*
   d. *Lipsa unor reguli clare de intervenţie pe piaţa valutară în vederea deprecierii monedelor participante la sistem;*
   e. *Lipsa unui etalon mai complex.*

4. Contagiunea crizelor financiare se poate transmite prin:
   a. *Canalele comerciale internaţionale;*
   b. *Informaţiile eronate cu privire la piaţă;*
   c. *Mecanismele fiscale;*
   d. *Piaţa internaţională a forţei de muncă;*
   e. *Avansul tehnologic diferenţiat.*

5. Printre efectele de contagiune nu regăsim:

a. *Contagiunea volatilităţii;*
b. *Contagiunea de tip „muson”;*
c. *Contagiunea de tip „spillover”;*
d. *Contagiunea de tip rezidual;*
e. *Contagiunea indusă.*

Răspunsurile la testele grilă: 1 – a; 2 – d; 3 – d; 4 – a; 5 – e.

Timp de lucru estimat: 3 ore.

Unitatea 2: Intermedierea pe pieţele financiare internaţionale

Obiectivele vizate:

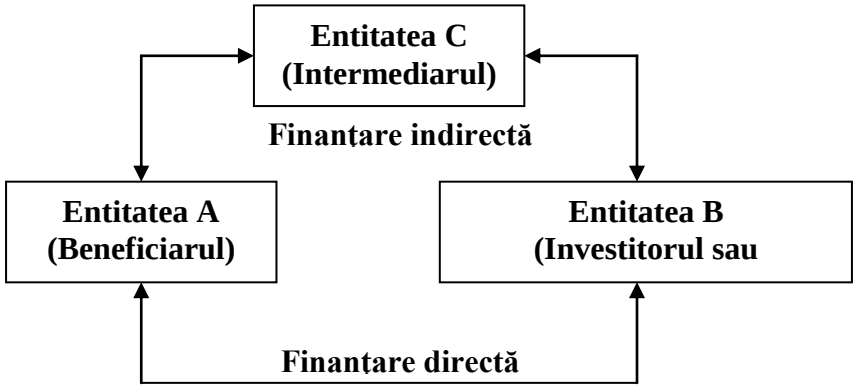
Prin parcurgerea acestei unităţi de studiu studenţii vor fi în măsură să:

- *Înţeleagă avantajele şi dezavantajele intermedierii financiare pe pieţele internaţionale;*
- *Să cunoască principalele categorii de intermediari care acţionează în mediul financiar internaţional;*
- *Să descopere serviciile pe care le oferă în momentul de faţă intermediarii financiari pe pieţele internaţionale;*

Dezvoltarea pieţelor financiare internaţionale nu ar fi fost posibilă fără aportul fundamental al instituţiilor de intermediere financiară, menite să acţioneze ca o interfaţă între deţinătorii de capital şi cei care au nevoie de această resursă de bază pentru dezvoltarea afacerilor lor. În condiţiile în care piaţa financiară internaţională continuă să fie o piaţă imperfectă şi riscantă, pe care informaţia şi modalităţile de transmitere a acesteia joacă un rol cheie, se poate spune că intermediarii financiari au contribuit şi contribuie din plin la creşterea eficienţei în alocarea resurselor de capital.

2.1. Avantajele intermedierii financiare pe pieţele internaţionale

Intermediarii financiari sunt entităţi publice sau private specializate care acţionează pe pieţele monetar - valutare sau de capital, mobilizând importante resurse financiare de la deţinătorii acestora şi punându-le la dispoziţia celor care au nevoie de ele.



Diferenţa dintre finanţarea directă şi cea indirectă

Practic, în funcţie de implicarea acestor instituţii în finanţarea internaţională, putem vorbi de o *finanţare directă* (beneficiarul are un contact direct cu deţinătorii de fonduri) şi o *finanţare*

indirectă (când cel care are nevoie de resurse de capital se adresează unei instituţii financiare specializate care mijloceşte contactul între utilizator şi deţinătorii de fonduri). Pe pieţele financiare internaţionale, cea mai mare parte din resurse sunt mobilizate prin finanţare indirectă.

În ceea ce priveşte activitatea de intermediere pe piaţa financiară internaţională, se pot remarca următoarele:

- Odată cu dezvoltarea şi organizarea pieţelor financiare internaţionale, au apărut şi s-au dezvoltat o gamă largă de forme de intermediere financiară şi de instituţii aferente, de la cele mai simple până la cele mai complexe;
- Economia de piaţa modernă este tot mai complexă şi diversificată. Cantitatea de informaţii este copleşitoare. Esenţa dezvoltării economice o constituie alocarea eficientă a resurselor, dar, într-o economie complexă, decizia de alocare devine din ce în ce mai riscantă.
- În bilanţul companiilor de intermediere financiară predomină activele financiare (şi nu cele reale) formate din creanţe faţă de diferiţi debitori;
- Contabilitatea la nivelul companiilor de intermediere financiară este organizată în acelaşi mod ca şi la ceilalţi operatori economic non - financiari;
- Analiza financiară a unor astfel de companii utilizează acelaşi set de indicatori financiari cunoscuţi (grad de îndatorare, rentabilitate, fluxuri de numerar), doar că în cazul unor indicatori financiari valorile de referinţă sunt diferite faţă de companiile non - financiare.

Principalele avantaje ale activităţii de intermediere pe pieţele financiare internaţionale sunt:

- Riscuri mai reduse pentru utilizatorii şi deţinătorii de capital;
- Consultanţa financiară oferită utilizatorilor şi investitorilor;
- Condiţionarea acordării finanţării;
- Posibilitatea valorificării mai bune a informaţiilor existente pe piaţă;
- Facilităţi suplimentare de finanţare acordate utilizatorilor de capital;
- Oferirea unei game variate de instrumente ce pot fi adaptate la specificul nevoilor de finanţare a fiecărui beneficiar;
- Posibilităţi de reducere a costului capitalului atras.

Printre dezavantajele majore pe care le prezintă utilizarea intermediarilor financiari în procesul de mobilizare a resurselor de capital se numără:

- Existenţa unui "istoric" al relaţiilor cu intermediarul financiar;
- Costuri de tranzacţionare mai mari (comisioane, speze bancare);
- Lipsa unui contact direct cu piaţa financiară internaţională;

Principalul argument în favoarea utilizării intermediarilor financiari este legat de imperfecţiunea pieţelor financiare internaţionale (tradusă prin imposibilitatea obţinerii unor informaţii certe cu privire la evoluţia viitoare a pieţei şi la participanţii pe această piaţă). Întrepătrunderea fenomenelor economice, globalizarea economiei mondiale, multitudinea informaţiilor şi viteza

comunicării pun în imposibilitate un operator economic să facă faţă tuturor posibilităţilor de alocare sau folosire a resurselor. S-au dezvoltat astfel "servicii profesionale" care, evaluează, pun diagnostic, acordă consultanţă, asistă în procesul de conducere sau mobilizează resurse. Ele fac faţă la presiunea concurenţei într-o lume deschisă şi transparentă. Serviciile profesionale sunt folosite nu numai de cei care au nevoie de resurse, ci şi de cei care investesc. Şi, ceea ce este mai important, serviciile profesionale ajută operatorii economici să-şi pună în ordine fluxurile financiare, să-şi păstreze echilibrul economic şi să-şi consolideze viitorul. Serviciile profesionale asigură transparenţă, rigoare şi predictibilitate în circuitul economic şi fluxurile financiare.

Dar, în primul rând, serviciile profesionale financiare au răspuns necesităţilor de finanţare dincolo de capacitatea convenţională a sistemului băncilor comerciale. Nevoia de dezvoltare solicită mai multe resurse financiare şi ele trebuie căutate. Astfel au apărut băncile de afaceri (merchant banks) sau băncile de investiţii (investment banks) ca intermediari financiari care asigură servicii profesionale specializate în mobilizarea altor resurse financiare decât creditele bancare şi rezolvarea crizei de lichidităţi. Sistemele financiare din majoritatea ţărilor dezvoltate sunt reglementate diferit şi dau naştere unei mari varietăţi structurale atât la nivelul formelor de intermediere financiară dar, mai ales, în privinţa serviciilor oferite de aceştia. Tendinţa de specializare a majorităţii instituţiilor de intermediere este suprapusă peste cea de integrare a serviciilor de intermediere (integrarea se face nu numai pe tipuri de utilizatori – individuali sau instituţionali ci şi pe domenii de activitate). Cert este că activitatea de intermediere financiară este una dinamică şi flexibilă, capabilă de adaptare în timp real la schimbările pieţei. Multe din aceste servicii nu au existat în trecut, iar cele mai sofisticate s-au dezvoltat în perioada postbelică, cunoscând o adevărată explozie în ultimele două decenii. În prezent, intermediarii financiari oferă utilizatorilor o gamă largă de servicii integrate, având un grad de complexitate diferit:

- Tranzacţii financiare (vânzarea sau cumpărarea de active financiare de pe piaţă, plăţile şi decontările internaţionale);
- Finanţarea activităţii economice (finanţarea investiţiilor internaţionale, a activităţii de comerţ exterior);
- Consultanţă financiară (consultanţa oferită investitorilor cu privire la posibilităţile de investiţie sau la managementul portofoliului deţinut);
- Monitorizarea pieţelor (agenţiile de rating ce monitorizează diferitele pieţe financiare oferind clasamente de risc de ţară);
- Garantarea operaţiunilor financiare (oferirea de garanţii bancare în plăţile internaţionale, garantarea emisiunii de titluri financiare);
- Asigurarea împotriva riscurilor financiare (asigurarea împotriva riscului de ţară, a riscului de neplată, a riscului suveran etc.);
- Expertiza managerială (oferirea de consultanţă în administrarea afacerilor);
- Monitorizarea companiei (monitorizarea activităţii companiilor finanţate).

În plus de aceste servicii de bază, există intermediari specializaţi care oferă şi alte servicii conexe cum ar fi:

- Constituirea de consorţii bancare pentru mobilizarea unui volum important de resurse de capital (de exemplu sindicalizarea creditelor);
- Implicarea directă în emisiunea de titluri pe piaţa financiară internaţională (emisiunea de acţiuni / obligaţiuni);
- Promovarea emisiunii de titluri pe piaţa financiară internaţională (cazul emisiunii de obligaţiuni pe o piaţă străină);
- Implicarea în finanţarea complexă a proiectelor de investiţii;
- Implicare în fuziunile, achiziţiile sau preluările de firme;
- Administrarea contului clienţi (cazul factoringului).

2.2. Tipologia instituţiilor financiare

Principalele instituţii de intermediere care operează pe pieţele financiare internaţionale sunt următoarele:

I. Instituţiile financiare internaţionale:

- Fondul Monetar Internaţional;
- Grupul Băncii Mondiale (BIRD, IDA, CFI, MIGA);
- Banca Europeană pentru Reconstrucţie şi Dezvoltare;
- Banca Europeană de Investiţii;
- Banca Reglementelor Internaţionale;

II. Instituţii guvernamentale:

- Agenţii guvernamentale de creditare a exporturilor;
- Agenţii guvernamentale de garantare a exporturilor;
- Agenţii guvernamentale de asigurare a riscurilor;

III. Instituţiile depozitare:

- Băncile comerciale;
- Casele de economii şi împrumuturi;
- Băncile mutuale de economii;
- Uniunile de credit.

IV. Instituţiile non - depozitare:

- Băncile de investiţii;
- Fondurile mutuale;
- Fondurile private de pensii;
- Companiile de asigurări;
- Companiile de finanţare;
- Fondurile cu capital de risc;
- Societăţi de valori mobiliare.

I. Instituţiile financiare internaţionale au un rol fundamental în orientarea fluxurilor de capital dinspre ţările care au excedent de resurse către cele cu deficit de resurse, scopul alocării capitalurilor fiind acela de rezolvare a unor crize de sistem cu care se confruntă ţările implicate sau pentru restructurarea economică a acestora. Reprezentarea ţărilor în cadrul acestor instituţii se face la nivel de guvern (prim – ministru, ministru de finanţe sau guvernatorul băncii centrale). Cea mai mare parte a finanţărilor acordate de aceste instituţii nu sunt în condiţii de piaţă (dobânzi mai mici, perioade de graţie, posibilităţi de reeşalonare sau renegociere).

II. Instituţiile şi agenţiile guvernamentale au rolul de a susţine financiar activitatea de export prin acordarea de credite de export pe termen scurt (credite de scont, credite de cesiune, credite de accept, avansuri în valută, credite în contul curent, linii de credit) sau pe termen lung pentru finanţarea importului de bunuri de echipament (credit furnizor sau cumpărător) sau de a se implica în garantarea financiară a operaţiunilor de import – export şi acoperirea riscurilor asociate acestor operaţiuni (riscul de ţară, riscul valutar sau riscul de dobândă).

III. Instituţiile depozitare presupun constituirea în prealabil a unor resurse de capital din atragerea de depozite bancare de la persoane fizice sau juridice rezidente sau nerezidente şi împrumutarea acestor resurse către cei care au nevoie de ele.

A. *Băncile comerciale* sunt pilonul central al intermedierii pe pieţele financiare internaţionale, oferind o gamă largă de servicii cum ar fi tranzacţii financiare (cumpărarea / vânzarea de valută, plăţi şi decontări internaţionale), garanţii bancare, monitorizare etc. (mai puţin expertiza managerială). Veniturile în cazul acestor instituţii sunt formate din dobânzile încasate de pe urma creditelor acordate şi din comisioanele / spezele bancare percepute pentru diferitele operaţiuni financiare realizate. Principalele cheltuieli în cazul băncilor sunt formate din dobânzile plătite deponenţilor, la care se adaugă cheltuielile curente, cheltuielile cu provizioanele etc.

Pentru bănci, *acordarea de credite* reprezintă principala activitate comercială. Spre deosebire de celelalte instituţii de intermediere, care înregistrează un număr limitat de tipuri de active, aşa cum am văzut mai sus, băncile au în structura activelor un portofoliu mult mai diversificat.

Creditele reprezintă principalul activ al băncilor şi, de asemenea, reprezintă principala sursă de venituri. Putem privi banca drept o fiinţă cu două braţe. Pe de o parte, un braţ primeşte depozite din partea celor cu excese de fonduri, iar pe de altă parte, ea acordă credite celor care găsesc oportunităţi de investiţie profitabile. Din diferenţa dintre dobânzile încasate de către bănci şi cele plătite de către acestea rezultă profitul brut al activităţii bancare de creditare. Dacă din această diferenţă se scad cheltuielile de administraţie şi de întreţinere ale băncii, ca şi impozitele legale, ceea ce rămâne este profitul net sau câştigul net bancar.

Creditul bancar reprezintă soluţia de bază pentru investiţiile agenţilor economici, fiind în esenţă, mai ales la nivelul economiilor emergente, calea de realizare a restructurării economice şi a relansării afacerilor. Activitatea de creditare este cel mai important plasament bancar, cu o pondere mare în activul bilanţier şi deci de calitatea portofoliului de credite depinde stabilitatea băncii şi realizarea nivelurilor necesare indicatorilor activităţii bancare privind solvabilitatea şi lichiditatea. În cazul unui portofoliu slab de credite acordate, acea bancă ar putea pierde depozite, datorită veniturilor mici sau a riscurilor prea mari pe care le-ar putea aduce acest tip de amplasamente; fără depozite o bancă nu poate să continue să finanţeze creditele sale şi să îndeplinească angajamentele sale. De aceea, este vital ca o bancă să abordeze cu atenţie portofoliul de credite pentru a-i asigura soliditatea sa.

Diferenţa între băncile comerciale şi celelalte instituţii depozitare (casele de economii, băncile mutuale sau uniunile de credit) constă în rolul fundamental pe care băncile comerciale îl au în plăţile şi decontările internaţionale, marea diversitate a activelor (instrumentelor) oferite, forma de organizare (băncile comerciale sunt organizate sub forma societăţilor pe acţiuni servind intereselor acţionarilor). Băncile comerciale sunt de două tipuri: bănci cu amănuntul ("retail banks" - pentru persoane fizice) şi bănci pentru companii ("company banks") adresate în principal companiilor. Cea de a doua categorie de bănci este mai mult implicată pe pieţele financiare internaţionale.

O categorie aparte de bănci comerciale implicate în finanţarea internaţională sunt băncile de import - export, care acordă facilităţi de finanţare firmelor exportatoare: credite de prefinanţare, credite furnizor / cumpărător, credite de export, garanţii bancare, credite de scont, credite de accept etc.

B. Casele de economii şi împrumuturi sunt instituţii financiare depozitare specializate în principal pe acordarea de credite ipotecare (din care creditele ipotecare ocupă primul loc - cca. 70 % din activele băncii). Serviciile financiare oferite sunt legate de activitatea lor de bază, oferind o gamă largă de servicii de consultanţă în domeniul ipotecar. Ca formă de organizare, multe dintre aceste instituţii sunt companii mutuale, dar apar şi în forma unor societăţi pe acţiuni.

C. Băncile mutuale de economii au active format în principal tot din credite ipotecare şi instrumente cu risc redus (titluri de stat, obligaţiuni de stat, obligaţiuni municipale). Sunt de dimensiuni mai mici, organizate sub forma unei simple asocieri de fonduri (companii mutuale). În prezent, în practica financiară internaţională nu se mai face distincţie între acest tip de instituţii de intermediere şi casele de economii şi împrumuturi.

D. Uniunile de credit sunt companii mutuale specializate pe acordarea de credite de consum. Din punct de vedere al fondurilor mobilizate şi al tranzacţiilor derulate, uniunile de credit sunt cele mai mici dintre instituţiile depozitare, având totuşi un grad rapid de dezvoltare în ultima perioadă. Participanţii la aceste instituţii sunt de regulă membrii aceleaşi organizaţii, din acest punct de vedere operaţiunile financiare derulate prin uniunile de credit fiind considerate ca având un risc redus. Gradul de diversificare al serviciilor şi instrumentelor oferite este relativ redus.

II. Instituţiile de intermediere non - depozitare

E. Fondurile cu capital de risc (Venture Capital) reprezintă forma de mobilizare a capitalului privat al unui grup de investitori care cumpără acţiuni într-o firma nou înfiinţată, nelistată, dar cu potenţial de creştere rapidă. Prin această formă de intermediere sunt finanţate companii / proiecte din domenii cu risc ridicat dar cu potenţial de creştere, oferind o gamă diversificată de tehnici de finanţare (acţiuni, obligaţiuni, credite). În principiu, aceste fonduri încheie contracte directe cu antreprenori care deţin o tehnologie de vârf, finanţatorul percepând un dividend anual. De regulă, cei care finanţează astfel de afaceri nu au cunoştinţe avansate cu privire la procesul tehnologic, punând la dispoziţia antreprenorului capitalul şi expertiza managerială de care acesta dispune.

După cum se poate observa, în faza iniţială principalul beneficiar este antreprenorul (care are la dispoziţie resursele financiare necesare şi sprijinul direct al finanţatorului în gestionarea afacerii) în timp ce în faza ulterioară, dacă lucrurile merg bine, principalul beneficiar devine finanţatorul care are dreptul să preia integral afacerea respectivă.

Caracteristicile finanţării prin fondurile cu capital de risc sunt următoarele:

- Investiţie cu grad mare de risc – rata mare de mortalitate + lipsa de active fixe;

- Rata mare a câştigului aşteptat – obiectiv ROI (return on investment) de minim 20-30%;
- Deţinerea firmei în portofoliu de la 1 la 7 ani;
- Achiziţionare între 5 – 30% dintre acţiunile firmei;
- Ieşire din investiţie prin: ofertă publică pe pieţele internaţionale, vânzare către o alta companie, preluare;
- Implicare activă a investitorului.

Uneori această formă de finanţare este preferată finanţării prin băncile comerciale din cauză că riscul implicat este mult mai mare şi băncile evită uneori implicarea directă şi că de cele mai multe ori existenţa unui istoric al relaţiilor cu o bancă este un factor determinant în acordarea finanţării. În plus, în contractul încheiat cu antreprenorul, finanţatorul poate restricţiona / condiţiona obţinerea de fonduri din alte surse şi poate impune obligativitatea supravegherii directe a activităţii antreprenorului şi a modului în care acesta gestionează fondurile primite.

F. Companiile de finanţare apar ca filiale ale marilor companii (de exemplu General Electric Capital sau General Motors Acceptance Company) sau ca instituţii financiare independente (de exemplu compania Heller, preluată ulterior de Fuji Bank)

Aceste companii sunt specializate în susţinerea financiară a dezvoltării unei afaceri (inclusiv în finanţarea exporturilor sau investiţiilor directe în străinătate) dar şi în finanţarea cumpărării de locuinţe, autoturisme sau alte bunuri de consum. Deoarece creditele acordate sunt garantate de obligativitatea constituirii unui colateral (depozit bancar, stoc de titluri financiare), riscul implicat este mult mai mic.

În practica financiară internaţională s-au dezvoltat trei mari tipuri de astfel de companii de finanţare:

- Companii de finanţare a vânzărilor: specializate în finanţarea utilizatorilor de produse (ex. în domeniul auto);
- Companii de finanţare a persoanelor fizice: specializate în finanţarea persoanelor fizice pentru achiziţionarea de bunuri de larg consum sau de cumpărarea de locuinţe;
- Companii de finanţare a afacerilor: implicate în finanţarea companiilor prin acordarea de credite comerciale sau operaţiuni de leasing / factoring.

În fluxurile financiare internaţionale sunt implicate cu precădere ultima categorie de companii de finanţare. Mai trebuie precizat faptul că aceste companii de finanţare se refinanţează cu precădere prin emisiune de hârtii comerciale (commercial papers) pe termen scurt (cu scadenţă până în 180 de zile). Hârtiile comerciale emise sunt negarantate, riscul acestor instrumente fiind direct legat de riscul emitentului. Rata dobânzii la aceste hârtii comerciale este stabilită în funcţie de dobânda pieţei şi implicit de riscul emitentului.

G. Societăţile de asigurare sunt intermediari financiari specializaţi car preiau în portofoliul lor riscurile financiare / comerciale la care sunt expuşi toţi care operează pe piaţă, în schimbul unei prime de asigurare. Baza juridică a operaţiunii de intermediere o constituie poliţa de asigurare, în care sunt prevăzute clar riscurile asumate de asigurător precum şi drepturile asiguratului î caz de producere a evenimentului asigurat. Durata pasivelor în cadrul societăţilor de asigurare este mult mai mare decât în cazul băncilor comerciale.

În prezent, se poate observa o implicare tot mai mare a acestor societăţi de asigurare în tranzacţiile comerciale şi financiare internaţionale, volumul mare al riscurilor pe care operatorii economici trebuie să şi le asume în acest caz fiind foarte mare sunt îndemnaţi să transfere o parte din aceste riscuri.

Spre deosebire de garanţiile bancare care vizează în exclusivitate riscuri economice / comerciale (riscul de neplată), asigurările în materia comercială internaţională oferă o arie mai largă de acoperire a riscurilor, existând în prezent poliţe de asigurare inclusiv pentru riscul politic, riscul suveran sau chiar riscul de ţară (ex. COFACE - Franţa, MITI - Japonia, Political Risk Service - din SUA etc.). Diferenţa între asigurare şi garantare apare şi în ceea ce priveşte costul (mai mare în cazul garanţiei bancare) şi limita acoperirii (garanţiile bancare oferă o acoperire de 100 % împotriva riscurilor menţionate în timp ce asigurarea oferă o acoperire de până la 80 - 85 % din valoarea asigurată).

Companiile de asigurare oferă o gamă largă de servicii financiare, de la monitorizare până la consultanţă financiară specializată. Atunci când valoarea asigurării este mare (caz frecvent în finanţarea internaţională, mai ales în cazul importului de bunuri de echipament), societăţile de asigurare pot opta pentru reasigurare sau coasigurarea operaţiunii respective.

Mai trebuie remarcat faptul că aceste companii de asigurare au un rol activ pe pieţele de capital internaţionale, plasând banii colectaţi prin poliţe în diferite titluri ale acestei pieţe, în vederea obţinerii unor randamente superioare.

H. Fondurile de pensii sunt fonduri mutuale ce acumulează pasive pe termen lung şi foarte lung. Sumele obţinute din primele plătite de participanţii la aceste fonduri sunt reinvestite pe pieţele financiare, urmărindu-se o acumulare reală de capital pe termen lung. Aceste forme de intermediere s-au dezvoltat ca o alternativă la instituţiile depozitare (băncile comerciale) care evitau implicarea directă în finanţarea pe termen lung şi foarte lung.

I. Fondurile mutuale sunt asemănătoare fondurilor de pensii, fiind organizate sub forma unei asocieri mutuale de fonduri, gestionate de o companie specializată. În prezent există două tipuri distincte de astfel de fonduri, în funcţie de posibilitatea de accesare a lor: fonduri deschise (accesibile tuturor) şi fonduri închise (exclusive numai membrilor fondatori).

J. *Băncile de investiţii* (Merill Lynch, Morgan Stanley) reprezintă un segment important al intermediarilor non - depozitari, fiind instituţii specializate ce oferă servicii financiare diverse:

- Emiterea de titluri financiare (CP / obligaţiuni) pe pieţele financiare locale şi internaţionale;

- Intermedierea vânzărilor / cumpărărilor de titluri financiare;

- Acordarea de consultanţă financiară investitorilor cu privire la oportunităţile de plasament sau la gestionarea portofoliului financiar propriu;

- Garantarea emisiunii de titluri financiare;

- Monitorizare a pieţelor.

În principal aceste bănci de investiţii vând instrumente financiare cu venit fix (obligaţiuni sau hârtii comerciale - CP). Ca formă de organizare, băncile de investiţii nu presupun atragerea de depozite ci utilizarea fondurilor subscrise de acţionarii acestora. Băncile de investiţii s-au lansat şi s-au dezvoltat valorificând nişe de piaţă insuficient exploatate de băncile comerciale, ocupând în prezent un loc important în intermedierea fluxurilor financiare internaţionale.

Băncile de investiţii pot participa la activitatea de achiziţii şi fuziuni în mai multe moduri: găsind candidaţii pentru achiziţii şi fuziuni; acordând consultanţă firmei achizitoare sau firmei ţintă în ceea ce priveşte condiţiile operaţiunii sau intervenind, la cererea firmei ţintă, pentru a respinge o tentativă de preluare ostilă; asigurând firmei achizitoare fondurile necesare pentru realizarea achiziţiei. Taxele percepute de băncile de investiţii pentru toate operaţiile ce ţin de această funcţie depind de natura participării lor la acest proces şi de complexitatea activităţilor pe care trebuie să le îndeplinească. Adesea, banca de investiţii primeşte o taxă calculată procentual la preţul de vânzare. Structura acestei taxe poate varia astfel: procentul poate scădea odată cu creşterea preţului de vânzare; procentul poate fi acelaşi (fix) indiferent de mărimea preţului de vânzare; procentul este fix şi se adaugă o taxă cu caracter de stimulent în cazul în care preţul este mai bun decât un anumit nivel stabilit.

Dintre ţările dezvoltate, activitatea băncilor de investiţii cunoaşte faza cea mai dezvoltată în Statele Unite şi Marea Britanie, regăsindu-se într-un stadiu mai puţin avansat în Germania şi Japonia şi în alte ţări ale lumii. Diferenţele în locul pe care îl ocupă această activitate în diverse ţări poate fi pus pe seama impactului diferit şi al interacţiunii dintre factorii economici, legislativi şi sociali responsabili de evoluţia băncilor de investiţii şi a sistemului financiar internaţional în general.

În S.U.A., dezvoltarea activităţii băncilor de investiţii a fost în mod semnificativ mai rapidă şi mai răspândită decât în majoritatea celorlalte ţări. Acest lucru s-a datorat creşterii mai rapide a venitului pe cap de locuitor şi a bunăstării în general, tehnologiei avansate în domeniul băncilor de investiţii şi cadrului legal, care a avut întotdeauna o orientare împotriva băncilor comerciale. De asemenea, factorii sociali şi instituţionali au favorizat şi favorizează încă băncile de investiţii şi pieţele financiare de capital. Cadrul legal american a creat discriminări, separând activitatea băncilor de investiţii de cea a băncilor comerciale, pe fondul unei cereri în creştere pentru fonduri externe necesare industrializării în perioada de până la al doilea război mondial. Ca urmare, cererea de fonduri externe a fost mai ales sub formă de valori mobiliare emise pe pieţele de capital naţionale sau internaţionale, crescând astfel cererea pentru serviciile oferite de băncile de investiţii. Cererea pentru serviciile oferite de băncile de investiţii, corelată cu restructurarea economiei americane prin valuri succesive de achiziţii si fuziuni începând cu ultimele decenii ale secolului al-XIX-lea, a contribuit la susţinerea dezvoltării acestei activităţi.

Băncile de investiţii din S.U.A. îşi au originea în marile Case de investiţii din Europa, iar multe dintre primele bănci de investiţii erau chiar filiale sau sucursale ale băncilor europene. Primele bănci de investiţii din S.U.A. se diferenţiau de băncile comerciale. Băncile comerciale erau corporaţii axate exclusiv pe emiterea de monedă şi acordarea de împrumuturi pe termen scurt, în timp ce, băncile de investiţii (iniţiale) erau parteneriate şi nu se supuneau reglementărilor aplicabile corporaţiilor. Astfel, băncile de investiţii se puteau implica în orice domeniu de activitate dorit şi puteau avea filiale în orice loc. Cu toate acestea, băncile de investiţii nu puteau emite monedă, dar puteau accepta depozite şi puteau emite, subscrie şi comercializa valori mobiliare.

Perioada cea mai prosperă pentru băncile de investiţii a fost aceea după Războiul Civil. Atunci, America a început să-şi construiască căile ferate care uneau diferite regiuni ale ţării şi reprezentau infrastructura necesară procesului de industrializare. Băncile de investiţii, în acest caz, acţionau ca intermediari între societăţile de căi ferate - care aveau nevoie de sume importante de bani pentru a finanţa lucrările de terasament, şinele de cale ferată, materialele rulante - şi investitorii situaţi în principal pe Coasta de Est şi în Europa. Datorită depărtării în

spaţiu dintre investitori şi proiectul de investiţii, investitorii aveau probleme în a estima valoarea titlurilor oferite. Reputaţia băncilor de investiţii privind corectitudinea stabilirii preţului a făcut însă aceste tranzacţii posibile.

Ulterior, odată cu rapida industrializare a Americii, companiile au început să vândă în mod public noi emisiuni de valori mobiliare către persoane fizice, iar titlurile importante au început să fie comercializate la bursele organizate. Cererea pentru servicii financiare specializate a condus la creşterea puterii băncilor de investiţii, printre acestea s-au remarcat atunci cele conduse de: Jay Cook, J.Pierpont Morgan, Marcus Goldman şi Salomon Loeb. S-a dovedit astfel că activitatea băncilor de investiţii era o afacere profitabilă, iar acestea au descoperit numeroase căi de a obţine cât mai mulţi bani, cum ar fi: perceperea de taxe pentru activităţile de subscriere, pentru cele de consultanţă financiară, pentru comercializarea titlurilor, pentru redistribuirea fondurilor depuse de către un client, pentru plasamente private, pentru efectuarea de fuziuni şi achiziţii şi pentru alte servicii specializate.

În Marea Britanie, şi în Europa în general, băncile de investiţii sunt cunoscute sub numele de „bănci de afaceri". Termenul de "bancă de afaceri" (merchant bank) a apărut de la numele vechilor companii (Merchant Houses), care erau de fapt comercianţi ce şi-au extins ulterior activitatea în domeniul bancar. De fapt, nu este un termen cu un înţeles clar delimitat şi, uneori, este aplicat comercianţilor care nu sunt bancheri şi bancherilor care nu sunt comercianţi şi, chiar unor firme care nu sunt nici comercianţi nici bancheri. Aceasta datorită faptului că băncile de afaceri acoperă un spectru foarte larg de activităţi. Reputaţia acestor bănci a crescut în Marea Britanie şi pe plan internaţional mai ales când ele au ajutat firme mai puţin cunoscute, adăugându-şi numele pe biletele de ordin ale acestora astfel încât aceste instrumente să devină mai uşor negociabile. În prezent, în Marea Britanie, băncile de afaceri oferă o mare varietate de servicii. Ele acţionează pe piaţa monetară şi de capital fiind intermediari financiari în multe domenii.

În Germania principalul factor care a influenţat dezvoltarea băncilor de investiţii a fost caracterul cadrului legal nefavorabil pieţei de capital, alături de alte aspecte cum ar fi: adaptarea lentă a factorilor sociali şi instituţionali la schimbările structurale ale sistemului financiar şi, după al doilea război mondial, creşterea economică mai slabă decât în cazul Statelor Unite şi al Marii Britanii. Caracterul nefavorabil pieţei de capital a îmbrăcat forma interzicerii emisiunii anumitor tipuri de valori mobiliare şi faptului că, încă din perioada premergătoare celui de-al doilea război mondial şi până de curând, au fost menţinute proceduri complexe de autorizare a emisiunilor de valori mobiliare, proceduri însoţite şi de alte restricţii.

La toate acestea se adaugă şi modul de dispersie a bunăstării, care este concentrată în unităţi familiale care până acum au refuzat diminuarea proprietăţilor lor (a pachetului de acţiuni) şi au preferat acumularea de fonduri suplimentare sub forma împrumuturilor de la bănci cu care au lucrat şi în trecut. Astfel, băncile nu au avut până de curând nici un interes să-şi extindă serviciile în domeniul subscrierii, deşi ele au avut şi au caracterul de bănci universale, libere să ofere toate tipurile de servicii, inclusiv cele specifice băncilor de investiţii. Sistemul german este considerat, de altfel, prototipul de bancă universală şi se distinge de al celorlalte ţări prin existenţa unor relaţii mult mai strânse între întreprinderi şi bănci. Acestea din urmă deţin importante participaţii industriale şi au numeroşi reprezentanţi în consiliile de direcţie ale firmelor afiliate.

În Japonia băncile de investiţii au trăsături specifice, strâns legate de sistemul de conducere al corporaţiilor ce se bazează pe grupări de unităţi industriale şi financiare. Acestea succed unor

grupări similare existente înaintea celui de-al doilea război mondial şi care se bazau pe unităţi familiale. În centrul acestor grupuri se aflau bănci ce deţineau participaţii (de control) în unele companii membre ale grupului. Aceste bănci, împreună cu alte instituţii financiare, furnizau membrilor grupului fonduri externe sub forma de împrumuturi bancare, precum şi împrumuturi acumulate de pe piaţa de capital, însă la o scară mai mică. La toate acestea se adaugă, până de curând, un caracter al cadrului legal nefavorabil pieţei de capital. Acest lucru a presupus anumite condiţii pentru emisiunea de obligaţiuni şi aplicarea unor taxe tranzacţiilor cu acţiuni.

În prima etapă de dezvoltare a băncilor de investiţii acestea se limitează la procurarea fondurilor pentru companiile non-financiare şi pentru diverse organisme guvernamentale prin emisiunea de titluri financiare pe pieţele de capital (prima etapă acoperă, de fapt, foarte cunoscuta funcţie de garantare). A doua etapă se referă la extinderea activităţii băncilor de investiţii spre sfera operaţiunilor de tranzacţionare a titlurilor în nume propriu sau în contul clientului, având deci calitatea de broker sau dealer. A treia etapă este numită maturizarea şi se referă la orientarea băncilor către piaţă prin implicarea tot mai adâncă în activităţi de tranzacţionare, de achiziţii şi fuziuni, precum şi alte activităţi legate de administrarea unor portofolii mai ales ale unor fonduri de pensii şi fonduri de investiţii.

Băncile de investiţii din Uniunea Europeană se împart în câteva grupuri strategice mai mult sau mai puţin distincte şi anume: a) băncile de afaceri britanice şi cele din Europa continentală ca: S.G. Warburg, Morgan Grenfell, Kleinwort Benson, Lazard, Banque Indosuez, Banque Paribas şi Mediobanca; b) bănci de investiţii în dezvoltare, ca unităţi ale băncilor universale europene ca: Deutsche Bank Capital Markets, Barclays de Zoete Wedd, Midland Montegu, County NatWest, Suiss Bank Corporation Investment Banking, CS-First Boston şi Banque Nationale de Paris; c) bănci de investiţii şi comerciale non-europene ca: Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Nomura Securities, Industrial Bank of Japan, Citicorp şi J.M. Morgan; d) filiale ale unor firme non-financiare ce oferă servicii financiare ca: General Electric Capital Corporation, Ford Motor Company; e) participanţi de nişă ca: Hambros, James Wolfensohn şi Wasserstein Perella.

În ceea ce priveşte tranzacţiile pe piaţa secundară, în Europa, în afară de băncile de investiţii britanice sunt numeroase bănci de investiţii de altă origine cum ar fi, de exemplu, Union Bank of Switzerland (UBS) care a achiziţionat o serie de brokeri britanici. Pe piaţa secundară a euroobligaţiunilor, bănci de investiţii din diverse ţări concurează între ele. Reglementările recente din Elveţia şi Germania au atras numeroase bănci străine către aceste ţări. În Elveţia, de exemplu, Warburg a realizat un joint venture cu Soditic pentru a face emisiuni exprimate în franci elveţieni. Citicorp şi Nomura au fost recunoscute ca cele mai active active bănci străine în această ţară, iar Salomon Brothers şi-a deschis birouri în Zurich pentru a se lansa pe piaţa elveţiană. În Germania, CS-First Boston a achiziţionat o bancă locală şi a devenit repede activă pe piaţa euromărcilor. Dintre băncile americane Morgan Stanley a avut cel mai mare succes. Ea subscrie emisiuni de euroobligaţiuini în mărci şi activează pe piaţa secundară a acţiunilor şi obligaţiunilor oferind şi servicii de „corporate finance”.

Băncile de investiţii sau băncile de afaceri constituie în prezent adevăratul motor al operaţiunilor cu titluri de valoare pe piaţa de capital, rolul lor principal fiind acela de a construi aranjamente financiare. Banca de investiţii începe prin a fi implicată, înainte de lansarea emisiunilor, prin oferta de consultaţii financiare pentru selectarea celei mai potrivite surse de finanţare. Băncii de investiţii îi revine toată responsabilitatea în pregătirea prospectului de emisiune, în stabilirea preţului de ofertă, în subscrierea acţiunilor emise. Succesul emisiunii depinde în mod decisiv de abilitatea şi forţa băncii de investiţii care se asociază, pentru a câştiga putere, cu alte bănci,

formând sindicatul bancar. Activitatea băncii de investiţii nu se termină cu efectuarea plasamentului titlurilor emise. Ea urmăreşte evoluţia acţiunilor pe piaţa secundară, putând interveni eventual prin cumpărarea pe cont propriu, pentru menţinerea valorii acţiunilor pe piaţă.

Băncile de investiţii rămân totodată instituţii de intermediere care activează, în schimbul unor comisioane, atât pe piaţa titlurilor de creanţă, cât şi pe piaţa titlurilor de proprietate. În ambele cazuri ele îndeplinesc o multitudine de funcţii şi joacă un rol important. Pe piaţa de capital ele sunt prezenţe necesare şi cunosc un proces accentuat de dezvoltare în toate ţările lumii, deoarece ele îşi diversifică permanent serviciile oferite şi devin necesare oricărui sistem economic.

În acest context, băncile de investiţii joacă un rol important în sporirea şi lărgirea procesului de internaţionalizare al firmelor. Companiile, nu mai sunt constrânse de existenţa graniţelor, deoarece băncile de investiţii în special băncile de afaceri, cu experienţa lor şi cu legăturile pe care le au în toată lumea sunt exact ceea ce este necesar pentru extinderea afacerilor lor peste hotare. Băncile de investiţii putem spune că sunt, mai ales pentru ţările în dezvoltare din Europa de Est, vitale în procesul de restructurare economică şi dezvoltare a pieţei de capital.

Funcţia esenţială a pieţelor financiare este cea de canalizare a fondurilor de la persoanele care au realizat economii prin cheltuirea unor sume mai mici decât veniturile lor şi cei care au un nevoie de fonduri pentru că doresc să cheltuiască mai mult decât le permite nivelul fondurilor lor. În general, cei care economisesc sunt persoanele fizice sau gospodăriile, firmele, statul şi străinii. De partea cealaltă se află aceiaşi actori economici, însă ponderea lor diferă: firmele şi statul sunt principalii debitori ai acestor tipuri de pieţe, pe când persoanele fizice şi străinii ocupă un loc mai puţin important, folosind aceste fonduri mai ales pentru consumul propriu.

În ciuda faptului că pieţele financiare reţin o mai mare atenţie din partea investitorilor, intermedierea financiară deţine în continuare un loc important în modalităţile de achiziţie a unor fonduri pentru investiţii. Pentru a înţelege acest lucru trebuie să înţelegem rolul costurilor de tranzacţie şi al asimetriei informaţiei.

Implicarea intermediarilor în desfăşurarea relaţiilor financiar-valutare internaţionale este diferită:

Intermediarul	Local	Internaţional
Băncile comerciale	30 %	40 %
Societăţile de asigurare	15 %	20 %
Fondurile private de pensii	13 %	3 %
Casele de economii şi împrumuturi	12 %	-
Fondurile de investiţii	10 %	5 %
Bănci de investiţii	10 %	15 %
Companii de finanţare	5 %	20 %
Bănci de economii	3 %	-
Uniuni de credit	2 %	-

După cum se poate observa din acest tabel, atât la nivel local cât şi la nivel internaţional băncile comerciale şi societăţile de asigurare au un rol dominant pe pieţele financiare internaţionale. În acelaşi timp se poate remarca rolul marginal al băncilor de economii sau uniunile de credit în derularea operaţiunilor financiare internaţionale. Evident că situaţia nu poate fi generalizată la toate pieţele financiare, gradul de dezvoltare şi integrare al acestora fiind diferit.

În concluzie, complexitatea operaţiunilor financiare internaţionale, gradul ridicat de risc şi imperfecţiunile pieţelor financiare au condus la apariţia şi dezvoltarea unui număr mare de intermediari financiari specializaţi care şi-au diversificat în permanenţă serviciile şi instrumentele pe care le oferă.

Întrebări de sinteză

1. *Care sunt avantajele şi dezavantajele intermedierii financiare*
2. *Prezentaţi principalele instituţii de intermediere depozitare.*
3. *Prezentaţi principalele instituţii de intermediere non - depozitare.*
4. *Care sunt diferenţele între băncile de investiţii, fondurile cu capital de risc şi băncile comerciale ?*
5. *Ce sunt companiile de finanţare şi care sunt serviciile oferite de acestea?*
6. *Care sunt serviciile de bază oferite de intermediarii financiari ?*
7. *Care sunt factorii care determină asimetria informaţiei pe pieţele financiare internaţionale ?*

De studiat

1. *Studiaţi şi explicaţi de ce piaţa financiară internaţionale este o piaţă imperfectă şi în ce măsură intermediarii financiari compensează aceste imperfecţiuni.*

2. *Analizaţi impactul globalizării asupra activităţii de intermediere pe pieţele financiare internaţionale.*

3. *Studiaţi serviciile oferite de agenţiile de rating pe pieţele financiare internaţionale.*

Teste grilă rezolvate

1. În categoria instituţiilor financiare depozitare de pe pieţele internaţionale nu regăsim:
   a. *Băncile comerciale;*
   b. *Băncile de economii;*
   c. *Băncile de investiţii;*
   d. *Uniunile de credit.*

2. Companiile de finanţare sunt:

a. *Instituţii depozitare private;*
b. *Instituţii non-depozitare private;*
c. *Instituţii publice locale;*
d. *Instituţii publice financiare internaţionale.*

3. Singurele instituţii dintre cele de mai jos implicate în derularea fluxurilor de încasări şi plăţi internaţionale sunt:

a. *Băncile de investiţii;*
b. *Băncile de economii;*
c. *Băncile comerciale;*
d. *Companiile de factoring;*
e. *Uniunile de credit.*

4. Finanţarea indirectă are ca principal dezavantaj:

a. *Costuri de tranzacţionare mai mici;*
b. *Consultanţa oferită de intermediar;*
c. *Contactul cu investitorii;*
d. *Costuri operaţionale mai mari;*
e. *Lipsa unui sistem de monitorizare a companiei.*

5. Printre serviciile oferite de intermediarii financiari de pe pieţele financiare internaţionale nu regăsim:

a. *Monitorizarea pieţelor;*
b. *Expertiză managerială;*
c. *Managementul fondului de rulment al companiilor;*
d. *Finanţarea operaţiunilor comerciale;*
e. *Vânzarea şi cumpărarea de titluri financiare.*

Răspunsurile la testele grilă: 1 – c; 2 – b; 3 – c; 4 – a; 5 – c.

Timp de lucru estimat: 3 ore

Unitatea 3: Instrumentele financiare folosite pe pieţele internaţionale

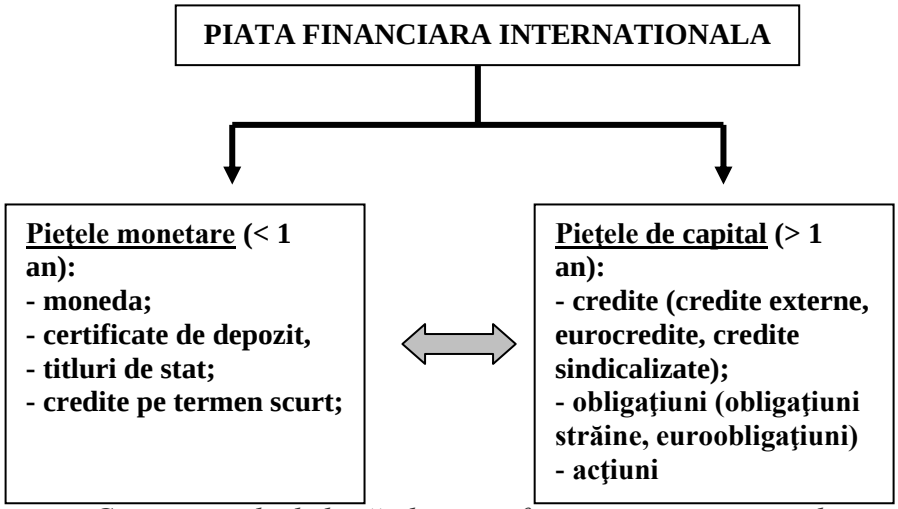
Obiectivele vizate:

Prin parcurgerea acestei unităţi de studiu studenţii vor fi în măsură să:

- *Înţeleagă diferenţele între pieţele monetare şi pieţele de capital;*
- *Să cunoască principalele categorii instrumente financaire folosite în momentul de faţă pe pieţele financiare internaţionale;*
- *Să înţeleagă modul de funcţionare al principalelor instrumente financiare;*
- *Asocieze un risc fiecărui tip de instrument financiar folosit pe pieţele internaţionale.*

Piaţa financiară internaţională este cadrul organizat în care, prin intermediul unor instrumente şi tehnici specifice, sunt mobilizate direct sau indirect resursele financiare destinate acoperirii unor nevoi specifice ale diferitelor entităţi economice publice sau private. Ideea de piaţă financiară implică ideea de respectare a unor reguli uniform aplicate cu privire la mecanismele şi formele prin care se pot mobiliza resursele de capital de la investitori sau creditori. Toţi operatorii din piaţă cunosc, acceptă şi respectă aceste reguli ale jocului, mecanismul pieţei influenţând practic şi evoluţia costului la care poate fi împrumutat capitalul.

Piaţa financiară internaţională este formată dintr-un complex de pieţe pe care se mobilizează fonduri de până la un an ***(pieţele monetare)*** şi pe care sunt mobilizate fonduri cu durată mai mare de un an ***(pieţele de capital)***.



Componentele de bază ale pieţei financiare internaţionale

Riscul operaţiunilor şi al instrumentelor pieţei monetare este mai redus decât în cazul pieţelor de capital. Pieţele monetare sunt cu precădere pieţe naţional, în timp ce pieţele de capital sunt mult mai bine integrate la nivel internaţional, având din ce în ce mai mult o dimensiune internaţională.

În plus, prin durata lor, instrumentele pieţei de capital par a fi mai puţin lichide decât cele de pe piaţa monetară, creşte lichiditatea acestora dezvoltându-se o puternică piaţă secundară.

Pe lângă cele două componente de bază ale pieţei financiare internaţionale, mai există şi pieţele valutare pe care se tranzacţionează în principal monede străine în schimbul monedei naţionale. Unii specialişti includ pieţele valutare în cadrul pieţelor monetare, alţii consideră aceste pieţe ca fiind o componentă distinctă în cadrul pieţei financiare internaţionale.

Un alt aspect important de luat în considerare are în vedere poziţia pieţei internaţionale a creditului care şi ea înglobează (din punct de vedere al duratei mobilizării resurselor de capital) atât caracteristici ale pieţelor monetare cât şi caracteristici ale pieţelor de capital. Analiştii preferă tratarea diferenţiată a pieţei internaţionale a creditului în cadrul ansamblului de pieţe ce compun sistemul financiar internaţional. În funcţie de venitul pe care-l generează, instrumentele financiare pot fi clasificate în instrumente de împrumut şi instrumente de schimb.

Instrumente de împrumut:	***Instrumente de schimb:***
- depozitele / credite;	- acţiunile;
- certificatele de trezorerie;	- titluri emise de fonduri de investiţii;
- obligaţiunile guvernamentale;	- poliţe de asigurare;
- obligaţiunile companiilor private.	- participaţii la fondurile de pensii.
- hârtiile comerciale	- instrumente derivate.

Instrumentele pieţei financiare internaţionale

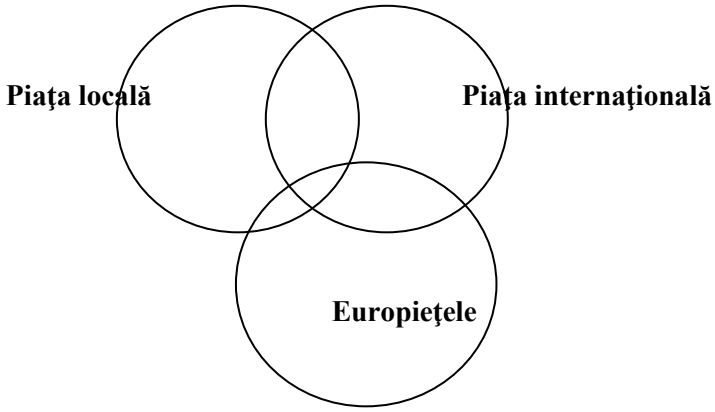
Instrumentele de împrumut au de regulă un venit / câştig fix garantat, exprimat sub forma dobânzii sau a cuponului în timp ce instrumentele de schimb au un venit variabil, negarantat - dividendele. Piaţa financiară internaţională este compusă dintr-un ansamblu de pieţe monetare şi de capital, diferenţierea fiind determinată de un ansamblu de caracteristici. Atât în cazul pieţelor monetar - valutare cât şi în cazul pieţelor de capital există o *piaţă primară* pe care se tranzacţionează instrumente financiare nou emise cât şi o *piaţă secundară* pe care se tranzacţionează instrumente deja emise, înainte de scadenţa acestora. Lichiditatea instrumentelor financiare este strâns legată de existenţa pieţei secundare, practic de posibilitatea vânzării unui instrument financiar înainte de scadenţă în vederea obţinerii de fonduri băneşti destinate acoperirii unor nevoi neprevăzute.

Nu toate instrumentele financiare au o piaţă secundară sau pot avea o piaţă secundară (de exemplu contractele forward), situaţia fiind diferită pe plan internaţional. De exemplu, în cazul României, există o piaţă secundară mai puţin lichidă şi mai puţin dezvoltată pentru titlurile de stat sau pentru obligaţiunile guvernamentale, cel care subscrie pentru aceste titluri fiind nevoit să le păstreze în patrimoniu până la scadenţa lor (sau să le vândă la costuri mari pe piaţă, găsind foarte greu clienţi pentru acest tip de instrumente). Lichiditatea instrumentelor monetare pe piaţa românească este mult mai redusă decât lichiditatea aceloraşi instrumente pe piaţa americană (deşi ele au o scadenţă sub un an nu sunt foarte lichide şi pentru că nu există o piaţă secundară puternic dezvoltată pe care ele să poată fi vândute de deţinătorii lor înainte de scadenţă).

Caracteristici	Pieţele monetare	Pieţele de capital
Durata mobilizării resurselor	Mai mica (sub 1 an)	Mai mare (peste 1 an)
Riscurile asociate	Mai mici	Mai mari
Tipurile de instrumente	Diferite	Diferite
Lichiditatea	Mai mare	Mai mică
Volumul resurselor de capital	Mai mic	Mai mare

Diferenţierile dintre pieţele monetare şi pieţele de capital

Instrumentele cu care se operează pe pieţele financiare internaţionale sunt contracte legale ce dau dreptul deţinătorului să primească în viitor o sumă de bani, în anumite condiţii stabilite. În prezent, pe piaţa financiară internaţională se pot întâlni o multitudine de tipuri de astfel de instrumente, de la cele mai simple (contractele de leasing, ipoteci) la cele mai complexe (acţiuni, obligaţiuni, certificate globale de depozit, contracte futures etc.).

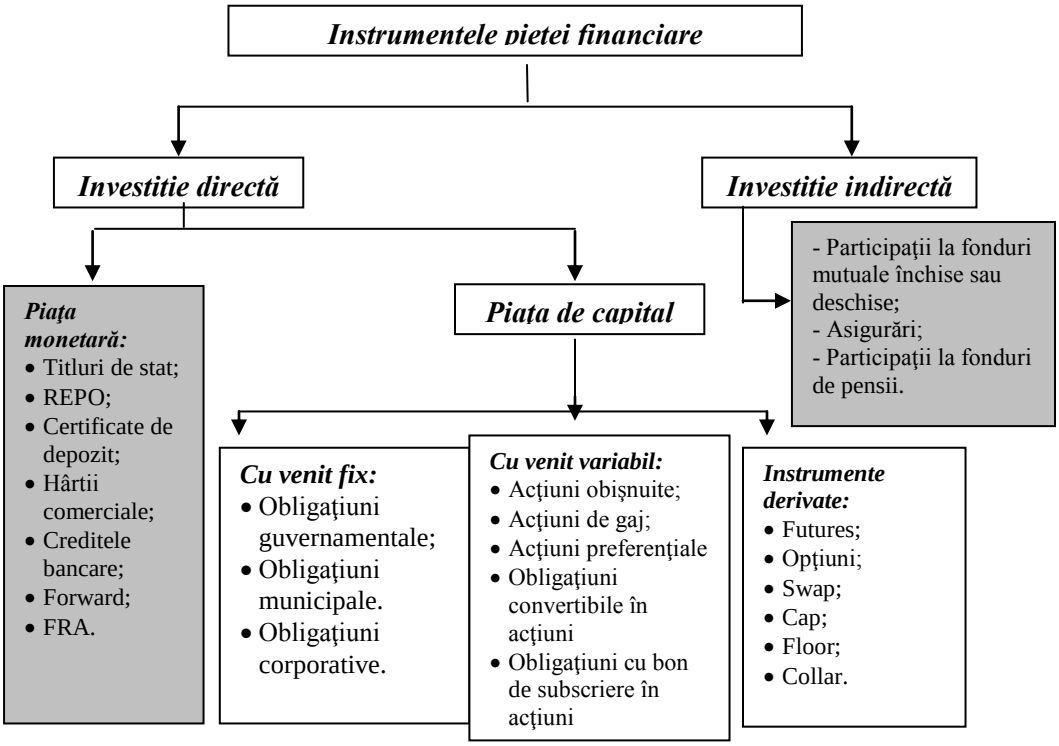


Reprezentarea pieţelor internaţionale

Ansamblul fluxurilor financiare derulate între operatori de pe aceeaşi piaţă formează piaţa locală, cele derulate între operatori de pe o piaţă şi operatori de pe altă piaţă formează ansamblul pieţelor internaţionale în timp ce operaţiuni financiare derulate între doi nerezidenţi pe o piaţă locală diferită de pieţele de origine ale celor doi operatori formează europieţele (de exemplu achiziţionarea de către un investitor european a unor acţiuni ale unei companii americane listate pe o piaţă japoneză).

O categorie aparte este formată din pieţele „*offshore*”, pieţe caracterizate printr-o fiscalitate şi un control redus asupra transferurilor de capital.

Având în vedere modalitatea de plasament sau de achiziţionare, instrumentele pieţei financiare internaţionale pot fi sistematizate astfel:



, Principalele instrumente pe piaţa financiară internaţională

După cum se poate observa din schema de mai sus, pe piaţa financiară există instrumente care pot fi obţinute printr-un plasament direct sau instrumente ce presupun realizarea unui plasament indirect, prin intermediul unor structuri specializate (companiile de asigurări sau societăţile de administrare a fondurilor de investiţii sau a fondurilor de pensii).

4.1. Instrumentele pieţei monetare

A. Titlurile de stat sunt printre cele mai puţin riscante instrumente de pe piaţa financiară, fiind emise de trezoreria statului, în monedă naţională sau devize. Sunt titluri emise pe termen scurt, cu scadenţă sub un an, destinate acoperirii unor deficite interne temporare sau finanţării unor proiecte guvernamentale de interes naţional (în SUA scadenţa la titlurile de stat variază între o săptămână şi 182 zile).

Titlurile de stat sunt emise cu discount, fiind subscrise de investitori la o valoare mai mică decât valoarea nominală, urmând ca la scadenţă statul să le răscumpere la valoarea nominală. Aceste titluri nu sunt purtătoare de dobândă, diferenţa dintre preţul de subscriere şi valoarea nominală reprezintă profitul investitorilor. Investitorii au posibilitatea de a revinde titlurile de stat pe piaţa secundară sau le pot scota înainte de scadenţă, în cazul în care au nevoie de lichidităţi.

Dobânda la titlurile de stat este considerată a fi o dobândă de referinţă pe pieţele financiare, fiind dobânda fără risc a pieţei ("risk free interest rate"). Această dobândă este o dobânda nominală care include în ea rata inflaţiei, pe baza sa stabilindu-se dobânzile băncilor comerciale[1].

B. Acordurile de răscumpărare (REPO) sunt contracte încheiate între debitori şi creditori prin care debitorul condiţionează emisiunea unui titlu financiar de răscumpărarea acestuia la o dată ulterioară şi la un preţ determinat, specificate clar în contract. Acordurile de răscumpărare sunt practic un ansamblu de operaţiuni legate, de sens contrar, desfăşurate la momente de timp diferite.

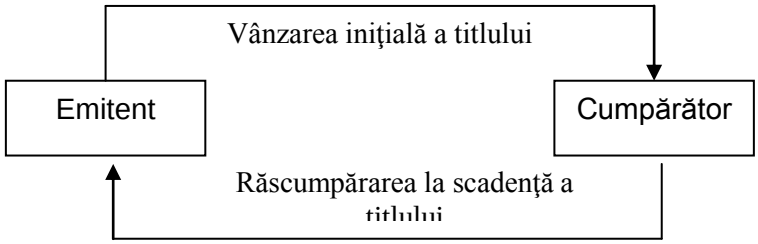


Figura 4.4.: Mecansimul acordurilor de răscumpărare

Diferenţa dintre preţul de vânzare (mai mare) şi preţul de răscumpărare (mai mic) reprezintă profitul cumpărătorului. Acordurile de răscumpărare au de regulă o scadenţă mică (între o zi şi 14 zile de regulă), cele de o zi ("overnight REPO) fiind foarte des utilizate. În prezent, pe pieţele financiare internaţionale s-au dezvoltat şi operaţiuni REPO cu scadenţe mai mari (30 de zile şi chiar mai mult). O variantă a acestor acorduri de răscumpărare sunt acordurile de revânzare ("revearse REPO"), prin care investitorul cumpără un instrument financiar cu condiţia vânzării ulterioare a acestuia către emitent, la o valoare determinată. Avantajul principal al acestor instrumente rezidă în faptul că permit obţinerea de lichidităţi pe termen scurt / foarte scurt în cazul unor poziţii deschise pe instrumente cu scadenţă mare (obligaţiuni).

C. Certificatele de depozit sunt titluri financiare negociabile ce atestă existenţa unui depozit la termen într-o bancă. Aceste instrumente sunt foarte lichide şi cu risc minim, putând fi utilizate de către deţinător în diverse scopuri: scontare, gaj, garanţie bancară etc.

D. Acceptul bancar este un contract prin care o bancă se obligă să plătească o sumă de bani la o dată determinată iniţial şi / sau în nişte condiţii prestabilite. Acest tip de instrument este utilizat pe scară largă în plăţile internaţionale (acreditiv, incasoo documentar, cambie). Dobânda (costul) în cazul certificatelor de depozit şi al acceptului bancar depinde de nivelul dobânzilor de pe piaţă.

E. Hârtiile comerciale sunt instrumente pe termen scurt emise de bănci sau companii private pentru acoperirea unor nevoi financiare proprii. Nivelul dobânzii la aceste instrumente se stabileşte în funcţie de nivelul dobânzilor de pe piaţă şi de riscul emitentului. Aceste instrumente au scadenţe care merg de la câteva zile până la o perioadă de maxim 180 de zile.

F. Devizele şi certificatele de depozit în devize sunt instrumente financiare denominate în monede străine. Trebuie remarcat că în literatura de specialitate se face distincţie între *valute*

[1] Toţi agenţii economici se raportează la această dobândă fără risc a pieţei, diferenţa dintre profitul estimat şi această dobândă justificând riscurile asumate de aceştia.

(orice monedă străină) şi *devize* (monede forte[2], liber convertibile). Conceptul de valute, mai larg, îl include practic pe cel de devize.

G. Dobânda interbancară este un instrument fundamental al pieţei financiare internaţionale, fiind dobânda practicată în cazul operaţiunilor financiare derulate între bănci. În finanţarea internaţională se utilizează mai puţin o rată de dobândă fixă şi mai mult o dobândă variabilă, dobânda de pe piaţa interbancară londoneză (LIBOR) fiind considerată drept o dobândă de referinţă. La această dobândă de referinţă se adaugă un procent variabil de dobândă („*spread")* exprimat în puncte procentuale (*basis points)*, stabilit în funcţie de riscul debitorului.

4.2. Instrumentele pieţei de capital

Instrumentele cu venit fix

În cazul acestor instrumente, plata dobânzii precum şi rambursarea principalului se face după un tablou de amortizare bine stabilit încă din faza iniţială. Sunt instrumente cu venit fix pentru că generează plăţi determinate la scadenţe determinate. Neplata la timp a serviciului datoriei atrage după sine declararea debitorului ca fiind în incapacitate de plată, acesta fiind automat obligat să plătească pe loc toate sumele datorate până la scadenţă. Factorii care influenţează costul finanţării prin aceste instrumente sunt: durata împrumutului, riscul debitorului, nivelul impozitării precum şi moneda în care este denominat împrumutul. Principalele instrumente financiare care intră în categoria instrumentelor cu venit fix sunt obligaţiunile guvernamentale, obligaţiunile municipale, obligaţiunile corporatiste, obligaţiunile convertibile etc.

H. Obligaţiunile guvernamentale ("T-bonds") sunt instrumente financiare pe termen mediu şi lung emise de guverne. În prezent se face o distincţie clară între obligaţiunile guvernamentale şi hârtiile (notele) guvernamentale, în funcţie de scadenţa acestora. Obligaţiunile guvernamentale sunt emise pe o perioadă mai mare de 10 ani, rambursabile în tranşă finală. Spre deosebire de acestea, hârtiile guvernamentale sunt emise pe o perioada mai mică de 10 ani, guvernul având dreptul de a le răscumpăra înainte de scadenţă.

I. Obligaţiunile municipale / instituţionale sunt instrumente financiare emise de diferite entităţi publice sau instituţii de interes general pentru finanţarea nevoilor proprii. Sunt mai riscante decât obligaţiunile guvernamentale; din această cauză multe dinte ele beneficiază de scutiri de impozite / taxe pentru a fi mai atractive pentru investitori. Scutirea de impozit vizează doar dobânda încasată şi mai puţin câştigul de capital.

J. Obligaţiunile corporative sunt obligaţiuni emise de companii private, fiind cele mai riscante dintre obligaţiuni. În prezent există agenţii internaţionale de rating care analizează şi clasifică emitenţii în funcţie de riscul lor pe mai multe clase de risc.

Aceste obligaţiuni există în patru forme:

- "simple": nu sunt garantate de către emitent;
- "garantate": emitentul garantează plata cuponului şi rambursarea principalului;
- "subordonate": au prioritate în cazul intrării în incapacitate de plată de emitentului;
- "convertibile": permit convertirea lor în acţiuni (de regulă) la o dată prestabilită.

[2] Ideea de monedă forte are în vedere gradul de utilizare a acestei monede în fluxurile financiare internaţionale (ex: dolarul american, euro).

Cea mai mare parte a obligaţiunilor corporative sunt răscumpărabile înainte de scadenţă. Uneori emisiunea de obligaţiuni poate fi dublată de impunerea de restricţii din parte creditorilor cu privire la managementul financiar al companiei emitente (plata dividendelor de exemplu).

Instrumente cu venit variabil

Spre deosebire de instrumentele cu venit fix, aceste instrumente generează pentru investitor plăţi probabile şi variabile în timp. Nesiguranţa câştigului obţinut este compensată de o serie de drepturi suplimentare oferite deţinătorului cum ar fi de exemplu dreptul de proprietate sau dreptul de participare la luarea deciziilor în cadrul companiei. Din această categorie fac parte: acţiunile preferenţiale, acţiunile de gaj şi acţiunile obişnuite.

K. Acţiunile preferenţiale sunt asemănătoare obligaţiunilor emise pe o perioadă nedeterminată ("perpetue bonds" sau "infinite bonds"). Aceste acţiuni dau dreptul deţinătorului să încaseze periodic un dividend.

Diferenţa dintre aceste acţiuni şi obligaţiuni este dată de faptul că atunci când emitentul intră în incapacitate temporară de plată, neplata unui dividend nu atrage după sine obligativitatea plăţii integrale a sumelor datorate până la scadenţă. În astfel de situaţii, dividendele neplătite se acumulează, iar când emitentul are din nou capacitatea de plată, aceste acţiuni au prioritate. În plus, acţiunile preferenţiale se află la rambursare între obligaţiuni şi acţiuni în caz de faliment declarat al emitentului şi de lichidare a acestuia.

Cele mai multe dintre aceste acţiuni sunt răscumpărate sau convertite în acţiuni obişnuite după o anumită perioada de timp.

L. Acţiunile de gaj ("Mortage stok - equity") sunt emise asupra unui fond de gaj constituit de emitent şi care poate să îmbrace diverse forme. De regulă aceste instrumente sun mai puţin riscante, fiind garantate de guvern.

M. Acţiunile obişnuite sunt utilizate pe scară largă de companiile private pentru a-şi finanţa nevoile proprii. Principalele drepturi ale deţinătorilor de acţiuni sunt dreptul de proprietate asupra unei părţi din patrimoniul emitentului, dreptul de vot şi dreptul la plata dividendelor. Venitul obţinut de pe urma acestor acţiuni nu este un venit cert, variind în funcţie de rezultatele obţinute de companie pe o perioadă de timp determinată. Riscul emitentului este esenţial în fundamentarea decizie de a cumpăra sau nu astfel de titluri de pe piaţă. Tot în categoria acestor instrumente sunt incluse şi certificatele de depozitare, obligaţiunile convertibile în acţiuni sau obligaţiunile cu bon de subscriere în acţiuni.

Instrumentele derivate

Sunt instrumente care aparţin pieţei de capital, fiind emise de majoritatea burselor de valori din lume. Aceste contracte standardizate au o piaţă primară şi secundară şi au ca obiect o mare varietate de active: mărfuri, devize, indici bursieri, acţiuni, obligaţiuni etc. Principalele instrumente derivate specifice pieţelor financiare internaţionale sunt: futures, opţiuni şi swap.

N. Contractele futures sunt contracte standardizate emise de bursă care conferă deţinătorului dreptul de a cumpăra un activ la o dată ulterioară în condiţii de preţ prestabilite. O poziţie deschisă pe astfel de contracte poate fi închisă prin livrare efectivă (la scadenţă) sau înainte de ultima zi de tranzacţionare prin luarea unei poziţii de sens contrar celei iniţiale[3]. Marea calitate a

[3] Din volumul total al tranzacţiilor futures abia cca. 10 % aparţin operaţiunilor finalizate cu livrare efectivă.

acestor instrumente rezidă în faptul că ele se desfăşoară "fără bani", pentru deschiderea unei poziţii futures fiind nevoie de o marjă minim de 10 - 15 % din valoarea totală a tranzacţiei.

O. Contractele de opţiuni sunt instrumente derivate care dau dreptul cumpărătorului să vândă sau să cumpere un activ la un preţ determinat (preţ de exercitare) şi la o scadenţă determinată. Acest drept suplimentar al cumpărătorului de opţiune este obţinut contra unei prime, plătite iniţial de cumpărător. Opţiunile sunt de două feluri - de cumpărare CALL care dau dreptul cumpărătorului să cumpere la scadenţă activul şi de vânzare PUT care dau dreptul vânzătorului să vândă la scadenţă activul. Şi opţiunile au ca obiect în prezent un număr variat de active, de la mărfuri până la indici bursieri sau chiar contracte futures.

P. Contractele de swap sunt instrumente prin care se pot schimba condiţiile de plată a unor obligaţii financiare. Cele mai cunoscute forme de swap sunt *swap de dobândă* prin care pot fi schimbate condiţiile de dobândă ale unui împrumut şi *swap valutar* prin care poate fi schimbată moneda în care este denominat un împrumut. Swap - ul este un instrument ce conferă o mai mare flexibilitate operaţiunilor pe termen mediu şi lung de pe piaţa financiară internaţională.

În ciuda lichidităţii lor sporite (piaţa secundară a acestora fiind foarte dezvoltată), instrumentele derivate se situează în categoria celor mai riscante şi mai volatile instrumente de pe piaţa financiară internaţională. Aceste instrumente sunt folosite de operatori atât în scopuri speculative cât şi pentru acoperirea riscurilor financiare / comerciale (riscul de dobândă, riscul de preţ, riscul valutar).

4.3. Instrumentele de investiţie indirectă

Sunt instrumente ce sunt emise în cadrul unor structuri specializate, emitenţii plasând capitalurile atrase prin intermediul acestor instrumente (unităţi de fond, poliţe de asigurare) în diferite instrumente ale pieţei monetare sau pieţei de capital. Riscul acestor instrumente este legat de capacitatea emitentului de a gestiona fondurile atrase.

R. Participaţiile la fondurile de investiţii sunt instrumente emise de compania care administrează aceste fonduri şi care îşi asumă întreaga răspundere pentru buna gestionare a fondurilor atrase. Fondurile de investiţii sunt de două tipuri: fonduri deschise şi fonduri închise. În cazul fondurilor deschise participarea la aceste fonduri este deschisă, orice deţinător de capital poate participa la acest fond cumpărând unităţi de fond a căror valoare se calculează şi se publică zilnic pe baza valorii de piaţă a portofoliului în care au fost investite capitalurile de către administratorul fondului. Fondurile închise funcţionează ca nişte societăţi pe acţiuni, participarea fiind limitată la membrii fondatori.

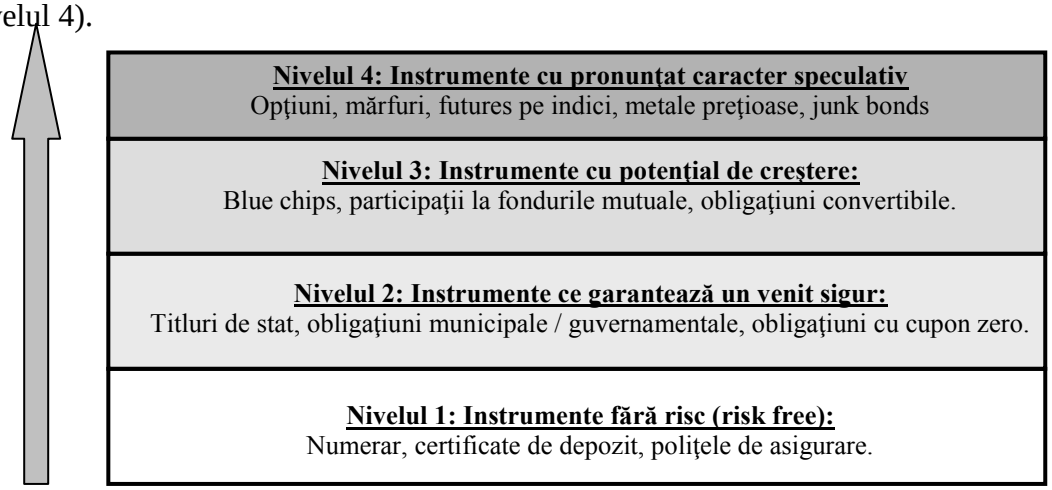
În plus de activitatea de bază, fondurile de investiţii oferă de cele mai multe ori unele servicii speciale participanţilor: posibilitatea de strămutare între fonduri, consultanţă cu privire la alternativele de plasament sau privilegii cu privire la cumpărarea de noi unităţi fond. Costul implicării în fondurile poate fi exprimat sub forma unei pro - rate din costurile totale ponderată cu dimensiunea participaţiei la care se pot adăuga comisioane de vânzare / cumpărare de noi unităţi sau de retragere din fond. Şi aceste instrumente sunt considerate riscante, în condiţiile în care administratorul fondului este cel care decide în locul investitorului.

Profitul (costul pentru emitent) al acestor instrumente financiare depinde în principal de:

- scadenţa (durata) - cu cât aceasta este mai îndepărtată cu atât costul este mai mare;

- riscul emitentului şi / sau al celui care garantează emisiunea;
- natura şi prioritatea la restituire în caz de faliment şi lichidare a emitentului;
- lichiditatea instrumentului: dependentă de existenţa unei pieţe secundare pentru aceste instrumente;

Analizând din perspectiva riscului aceste instrumente se poate realiza o clasificare pe patru trepte de risc: instrumente fără risc (nivelul 1), instrumente ce garantează un venit sigur (nivelul 2), instrumente cu potenţial de creştere (nivelul 3) şi instrumente cu pronunţat caracter speculativ (nivelul 4).


Nivelul 4: Instrumente cu pronunţat caracter speculativ
Opţiuni, mărfuri, futures pe indici, metale preţioase, junk bonds
Nivelul 3: Instrumente cu potenţial de creştere:
Blue chips, participaţii la fondurile mutuale, obligaţiuni convertibile.
Nivelul 2: Instrumente ce garantează un venit sigur:
Titluri de stat, obligaţiuni municipale / guvernamentale, obligaţiuni cu cupon zero.
Nivelul 1: Instrumente fără risc (risk free):
Numerar, certificate de depozit, poliţele de asigurare.

Clasificare în funcţie de risc a instrumentele financiare

Instrumentele pieţei monetare sunt incluse în primele două nivele de risc, în timp ce instrumentele pieţei de capital sunt mai riscante. Plasamentul de capital în instrumentele riscante se va face numai în măsura în care profitul estimat justifică gradul sporit de risc asumat de investitor.

În concluzie se poate observa că piaţa financiară oferă o multitudine de instrumente financiare complexe, cu grade diferite de risc, ce pot fi utilizate pentru mobilizarea de resurse financiare din diferite surse. Investitorii şi emitenţii trebuie să cunoască în profunzime mecanismul de funcţionare, costul şi riscul implicat de decizia de a plasa sau de a atrage capital de pe pieţele financiare prin intermediul instrumentelor specifice acestora.

Întrebări de sinteză

1. *Care sunt componentele de bază ale pieţei financiare internaţionale şi care sunt caracteristicile fiecăreia ?*
2. *Care sunt principalele instrumente ale pieţei monetare ?*
3. *Analizaţi comparativ instrumentele pieţei de capital cu venit fix şi cele cu venit variabil.*

4. *De ce piaţa valutară este inclusă de unii specialişti în cadrul pieţei monetare şi de alţi specialişti este considerată ca o piaţă distinctă ?*

5. *Care este diferenţa între contractul futures şi contractul de opţiuni ?*

6. *Cum se clasifică instrumentele pieţei financiare în funcţie de risc ?*

7. *Explicaţi de ce costul (profitul) instrumentelor financiare creşte direct proporţional cu riscul acestora.*

8. *Care este diferenţa dintre pieţele primare şi cele secundare ? Evidenţiaţi rolul pieţelor secundare în cadrul pieţei financiare internaţionale.*

De studiat

1. *Studiaţi diferenţa dintre contractele futures şi contractele forward utilizate pe pieţele financiare internaţionale.*

2. *Studiaţi care sunt caracteristicile principale ale obligaţiunilor cu risc ridicat (emitent, valoarea emisiunii, scadenţe) şi faceţi o comparaţie cu celelalte tipuri de obligaţiuni.*

Teste grilă rezolvate

1. Cele mai riscante instrumente financiare din lista de mai jos sunt:
   a. *Titlurile de stat;*
   b. *Certificatele de depozit;*
   c. *Obligaţiunile corporative;*
   d. *Acţiunile.*

2. Instrumentele care nu presupun plată de dobândă (sau forme ale acesteia) sunt:
   a. *Certificatele de depozit;*
   b. *Hârtiile comerciale;*
   c. *Titlurile de stat;*
   d. *Obligaţiunile municipale.*

3. Sunt emise de companii pentru finanţarea nevoilor lor:
   a. *Titlurile de trezorerie;*
   b. *Certificatele de depozit;*
   c. *Obligaţiunile de stat;*
   d. *Acordurile de răscumpărare (REPO);*
   e. *Hârtiile comerciale.*

4. Statul (prin instituţiile sale) nu poate emite niciodată pe pieţele financiare internaţionale:

a. *Obligaţiuni;*
b. *Certificate de trezorerie;*
c. *Acţiuni;*
d. *Instrumente derivate;*
e. *Acorduri de răscumpărare.*

5. În categoria instrumentelor cu venit fix nu se includ:

a. *Obligaţiunile convertibile în acţiuni;*
b. *Certificatele de depozitare asupra acţiunilor;*
c. *Obligaţiunile municipale;*
d. *Obligaţiunile corporative;*
e. *Obligaţiunile de stat.*

Răspunsurile la testele grilă: 1 – d; 2 – c; 3 – e; 4 – c şi d; 5 – b.

Timp de lucru estimat: 3 ore

Unitatea 4: Balanţa de plăţi externe

Obiectivele vizate:

Prin parcurgerea acestei unităţi de studiu studenţii vor fi în măsură să:

- *Înţeleagă principiile de funcţionare a balanţei de plăţi externe;*
- *Să cunoască structura balanţei de plăţi externe şi a poziţiei investiţionale internaţionale;*
- *Să aprofundeze modul de înregistrare a operaţiunilor în balanţa de plăţi externe;*
- *Să înţeleagă cum şi de ce balanţa de plăţi externe trebuie să fie echilibrată.*

Odată cu intensificarea schimburilor internaţionale, au apărut şi s-au dezvoltat o serie de instrumente de înregistrare sintetică a acestora pe o perioadă determinată. Aceste instrumente sunt utilizate de factorii de decizie în vederea elaborării politicilor comerciale, politicilor valutare, strategiilor de finanţare pe termen mediu şi lung etc. Balanţa de plăţi externe reprezintă cel mai important instrument de înregistrare a creanţelor şi datoriilor care apar în schimbul de mărfuri şi servicii între o ţară şi alta, *exigibile într-o anumită perioadă (de obicei un an)* precum şi mişcările de capital produse în aceeaşi perioadă.

Nevoia de finanţare la nivelul unei economii se determină ţinând cont de deficitul de resurse generat de desfăşurarea activităţii companiilor private sau persoanelor fizice din ţara respectivă. Pentru a determina această nevoie trebuie mai întâi identificate consumurile şi intrările de resurse în cadrul produsului intern brut:

- Intrări de resurse: veniturile (populaţiei şi companiilor), impozitele încasate de stat, economisirile;
- Ieşiri de resurse: consumurile totale, cheltuielile guvernamentale şi investiţiile.

O parte din aceste intrări sau ieşiri de resurse poate proveni din exterior, dacă economia este deschisă la schimburile internaţionale. Foarte puţine ţări însă mai sunt izolate de schimburile economice internaţionale.

În momentul în care o economie consumă mai mult decât obţine ca venituri, economiseşte mai puţin decât investeşte sau statul cheltuieşte mai mult decât încasează ca impozit se confruntă cu un deficit. Acest deficit poate fi acoperit prin emisiune de monedă (această politică este inflaţionistă) sau poate fi finanţat de pe pieţele externe. Evident că nevoia de finanţare se exprimă ca diferenţă între intrările de resurse şi ieşirile de resurse. Pentru economiile deschise (cele care sunt implicate în schimburile comerciale internaţionale) nevoia de finanţare se ajustează cu deficitul balanţei comerciale (exporturi – importuri). În acest context se evidenţează rolul fundamental pe care îl are balanţa de plăţi externe în tabloul general de finanţarea a unei economii, sintetizând pe de o parte schimburile comerciale internaţionale ale unei ţări, pe de altă parte acoperirea nevoii de finanţare interne prin atragerea de resurse externe (credite sau investiţii)

Conform definiţiei FMI ("Balance of Payements Manuel", Ed. 5, 1994), balanţa de plăţi externe reprezintă un tablou statistic sub formă contabilă care înregistrează sistematic ansamblul fluxurilor reale, financiare şi monetare intervenite între rezidenţii unei economii şi restul lumii,

în cursul unei perioade (de regulă un an). Sunt consideraţi rezidenţi - agenţii economici naţionali sau străini, persoane fizice sau juridice, care trăiesc şi desfăşoară activităţi, în mod obişnuit şi permanent, în cadrul unei ţări, inclusiv filialele şi sucursalele companiilor străine. Din această categorie sunt excluse ambasadele, consulatele, instituţiile internaţionale şi reprezentanţele acestora (incluse în categoria de nerezidenţi). Practic, diferenţierea dintre cele două categorii de operatori economici are în vedere accepţiunea economică a rezidenţei: *centrul principal de intere sau de activitate.*

La baza elaborării BPE stă conceptul de *tranzacţie internaţională*, prin aceasta înţelegându-se crearea, transformarea, comercializarea, transferul sau stingerea unei valori economice în relaţiile unei economii cu restul lumii. Tranzacţia presupune schimbul de proprietate asupra bunurilor materiale şi / sau a drepturilor financiare, prestarea de servicii sau disponibilitatea de forţă de muncă sau de capital în relaţiile dintre rezidenţi şi nerezidenţi.

Mai trebuie remarcat faptul că balanţa de plăţi externe se referă doar la operaţiunile desfăşurate de rezidenţii ce acţionează în cadrul *teritoriului economic*[4]. În acest trebuie observat faptul că teritoriul economic nu coincide întotdeauna cu teritoriul naţional, putând fi mai restrâns (se exclud din teritoriul economic enclavele sau teritoriile ce aparţin altor ţări sau instituţiilor internaţionale) sau mai extins.

În balanţa de plăţi externe (BPE) se înregistrează două mari categorii de fluxuri: *fluxurile reale* şi *fluxurile financiare* apărute între rezidenţi şi nerezidenţi. Momentul înregistrării acestor fluxuri în balanţă este stabilit în funcţie de momentul transferului de proprietate între rezidenţi şi nerezidenţi.

Fluxurile reale se referă la schimburile internaţionale de bunuri şi servicii (exportul şi importul). Practic, în balanţă aceste fluxuri sunt înregistrate valoric, diferenţa dintre intrări (exporturile) şi ieşirile (importurile) constituind balanţa comercială a unei ţări. Fluxurile de bunuri sunt înregistrate şi contabilizate separat de comerţul cu servicii. În cadrul acestor servicii sunt incluse serviciile de transport, comunicaţii, asigurări, consultanţă, comerţul cu drepturi de autor, asistenţă tehnică etc.

Dacă în statisticile vamale, înregistrarea exporturilor se face la valoarea FOB şi a importurilor la valoarea CIF, pentru a fi aduse la aceeaşi paritate şi pentru a putea fi comparate, în balanţa de plăţi externe înregistrarea importurilor şi exporturilor se face la valoarea FOB, valoarea CIF a importurilor fiind corectată cu o marjă de 5% (practic din valoarea CIF a importurilor se scade această marjă), urmând ca serviciile de transport / asigurare pe parcurs extern să fie înregistrate la alte poziţii în balanţă.

Fluxurile financiare sunt înregistrate în cadrul unor conturi distincte - contul de capital sau contul financiar. Remunerarea fluxurilor financiare este înregistrată în contul curent (de exemplu dividende plătite / încasate sau dobânzi plătite / încasate sunt înregistrate la poziţia "Venituri" din contul curent al BPE). Aceste fluxuri financiare sunt detaliate în funcţie de tipul lor în fluxuri de investiţii (directe sau de portofoliu), credite externe (garantate sau negarantate), activele de rezervă (aur, devize, DST) etc.

[4] Pentru a fi înregistrată în balanţa de plăţi externe a unei ţări, este obligatorie prezenţa unui rezident în această operaţiune. Operaţiunile între nerezideţi se înregistrează în balanţa de plăţi a acestora.

4.1. Rolul balanţei de plăţi externe

Fiind un tabel de sinteză detaliat pe conturi şi subconturi analitice elaborate pe o anumită perioadă, balanţa de plăţi permite compararea sub raport cantitativ şi calitativ a schimburilor reale şi financiare ale unei ţări cu străinătatea. Balanţa de plăţi nu este doar o simplă înregistrare descriptivă a unor operaţiuni comerciale sau financiare, ea furnizând elementele de diagnostic care permit evaluarea avantajelor şi dezavantajelor pe care fiecare naţiune le are în schimburile comerciale cu ţările terţe, cu creditorii / debitorii sau cu organismele financiare internaţionale.

Din analiza balanţei de plăţi externe şi a soldurilor conturilor acesteia se pot trage o serie de concluzii cu privire la competitivitatea externă a economiei naţionale, în special în ceea ce priveşte comerţul cu bunuri şi servicii. Pe baza balanţei de plăţi se poate determina de asemenea poziţia investiţională internaţională a unei economii care arată sintetic poziţia net - debitoare / creditoare a unei ţări precum şi gradul de atractivitate mediului de afaceri intern pentru investitorii rezidenţi şi nerezidenţi (atunci când mediul de afaceri se deteriorează investitorii îşi orientează capitalurile către alte pieţe mai atractive).

Oferind posibilitatea analizei raporturilor de schimb la nivel macroeconomic, balanţa de plăţi se constituie ca un instrument important în modelarea şi coordonarea politicilor comerciale externe. Atunci când apare un dezechilibru cronic la nivelul balanţei comerciale (exporturi mai mici decât importuri), teoretic acesta poate fi redus printr-un pachet de măsuri de natură fiscală (creştere de taxe vamale, facilităţi fiscale pentru investitorii străini, subvenţii, credite preferenţiale) sau de natură comercială (promovarea şi stimularea exporturilor).

În acest sens se poate observa că soldurile balanţei de plăţi constituie fundamentul pentru o serie de politici macroeconomice: fiscale, monetare, valutare, comerciale (tarifare şi netarifare) etc.

4.2. Formele de prezentare a balanţei de plăţi

În practica economică se utilizează două forme fundamentale de prezentare a balanţei de plăţi externe: forma standard şi forma de bilanţ analitic.

Forma standard presupune înregistrarea datelor statistice cu privire la fluxurile reale şi financiare într-o structură proprie sau după structura recomandată de FMI. În vederea asigurării comparabilităţii între ţări, FMI a întreprins eforturi susţinute în vederea elaborării unor reguli standard cu privire la structura şi la metodologia de înregistrare a datelor în BPE. Trebuie remarcat faptul că ţările membre FMI sunt obligate să utilizeze structura recomandată. Schema preconizată în manualul FMI cu privire la BPE are cuprinde trei părţi:

- Partea I: Bunuri şi servicii, transferurile unilaterale (fără contrapartidă);
- Partea II: Mişcarea capitalurilor şi activele de rezervă;
- Partea III: Corelarea între partea I şi partea II (erorile şi omisiunile).

Forma de bilanţ analitic a balanţei de plăţi presupune în plus o utilizare a unor tabele ajutătoare care să permite o analiză atentă din partea specialiştilor care recomandă politici şi strategii de urmat care să asigure o poziţionare mai bună în tranzacţiile economice internaţionale. Această formă de balanţă este mult mai detaliată şi mai complexă decât forma standard.

Printre cele mai utilizate forme de balanţă de plăţi externe sunt:

- *Balanţa de plăţi globală:* înregistrează toate operaţiunile economice ale unei ţări cu restul lumii;
- *Balanţa de plăţi regională*: înregistrează toate operaţiunile economice ale unei ţări cu un grup de ţări, uniune economică sau monetară;
- *Balanţa de plăţi bilaterală:* înregistrează operaţiunile economice între două ţări;
- *Balanţa de plăţi program:* este varianta proiectată pe un orizont de timp viitor, proiecţiile referindu-se în principal la contul curent şi la investiţiile nete în economie. În funcţie de valorile proiectate se va determina necesarul de resurse pentru a acoperi eventualele deficite de cont curent şi care se pot obţine din credite externe sau din activele de rezervă;
- *Balanţa de piaţă:* are în vedere fluxurile de încasări şi plăţi în valută înregistrate pe o perioadă determinată (de regulă mai mică de un an). În cazul acestei balanţe sunt înregistrate şi previziunile cu privire la încasările / plăţile potenţiale.

Balanţa de plăţi externe poate fi una statică (când sunt surprinse toate creanţele şi obligaţiile de plată la acel moment, indiferent de scadenţa lor) sau dinamică când sunt înregistrate fluxurile ce au luat naştere în cadrul unei perioade determinate, inclusiv fluxurile restante dar scadente (exigibile) în perioada curentă şi care au fost plătite / încasate până la data întocmirii balanţei de plăţi.

4.3. Principii de înregistrare în balanţa de plăţi externe

Balanţa de plăţi externe este o declaraţie statistică pentru o perioadă de timp dată, ce rezumă în mod sistematizat tranzacţiile economice ale unei ţări cu restul lumii. În balanţa de plăţi externe sunt înregistrate doar fluxurile produse de-a lungul unei perioade de timp, acumulările de capital sau stocurile de bunuri şi servicii nu se înregistrează. Cu alte cuvinte BPE nu înregistrează totalul activelor / pasivelor dintr-o economie ci doar deplasarea acestora în / dinspre străinătate.

Chiar dacă în denumirea acestui instrument sintetic cuvântul "plăţi externe" este determinant, în noua accepţiune a FMI balanţa de plăţi înregistrează nu numai fluxurile de încasări / plăţi aferente tranzacţiilor economice internaţionale ce presupun contrapartidă, ci şi operaţiuni derulate cu străinătatea ce nu presupun o contraprestaţie sau o plată în bani din partea rezidenţilor / nerezidenţilor: cazul donaţiilor, asistenţei financiare nerambursabile, ajutoarelor, compensaţiilor (barter sau cliring), operaţiunilor comerciale legate sau paralele (reexport, lohn, buy - back) etc.

Principiul de bază de înregistrare a fluxurilor reale şi financiare în BPE este acela al *dublei înregistrări*, fiecare furnizare de resurse reale sau financiare fiind compensată de o încasare. Implicit, orice intrare de resurse reale sau financiare este compensată de o plată. Dacă această compensare nu se produce operaţia este considerată a fi un transfer. Dacă se respectă acest principiu, soldul net al tuturor înregistrărilor din balanţă trebuie să fie teoretic egal cu zero. În practică însă, sistemul de înregistrare în BPE nu este perfect şi deoarece datele înregistrate sunt obţinute din surse diferite, apar o serie de diferenţe valorice care sunt reportate într-un cont special de erori şi omisiuni.

Un al doilea principiu se referă la înregistrarea intrărilor şi ieşirilor de resurse reale şi financiare în BPE. Ca în orice balanţă ce respectă principiul dublei înregistrări, există o poziţie de credit şi

una de debit pentru fiecare cont şi sub-cont din BPE. *Ca regulă generală, intrările de resurse sunt înregistrate în creditul balanţei şi ieşirile sunt înregistrate în debitul balanţei*.

Sintetic, principalele operaţiuni se înregistrează în BPE astfel:

Intrări - CREDIT	Ieşiri - DEBIT
Exporturi FOB	Importuri FOB
Servicii prestate	Servicii plătite
Dividende, dobânzi, salarii încasate	Dividende, dobânzi, salarii plătite
Transferuri unilaterale din străinătate	Transferuri unilaterale în străinătate
Capitaluri investite din străinătate	Capitaluri investite în străinătate
Credite atrase	Credite acordate
Creşterea activelor de rezervă	Diminuarea activelor de rezervă

Sursa: Manualul FMI

După cum se poate observa cu uşurinţă, fiecare tranzacţie care dă naştere unei intrări de devize este înregistrată în activul (creditul) BPE şi orice tranzacţie care generează o ieşire de devize este înregistrată în pasivul (debitul) balanţei. Exporturile şi importurile de bunuri şi servicii sunt înregistrate astfel prin prisma fluxurilor de încasări şi plăţi pe care le generează.

4.4. Structura balanţei de plăţi externe

Interdependenţele profunde între forţele care guvernează spaţiul economic global şi cele aferente părţilor sale componente au făcut ca balanţa să reprezinte interfaţa relaţiilor naţionale cu restul lumii. În timp viziunea FMI asupra acestei probleme a evoluat continuu. Iniţial balanţa e plăţi era structurată pe două conturi - contul curent şi contul de capital şi financiar, ulterior apărând structura pe trei conturi în care contul de capital era separat de contul financiar (care includea şi activele de rezervă şi erorile şi omisiunile).

În varianta pe două conturi sau pe trei conturi, se putea vorbi de deficitul balanţei de plăţi externe (sau de dezechilibre în BPE), existând practic o întreagă teorie cu privire la metodele de reechilibrare a acesteia. În prezent, în condiţiile actualei structuri îmbunătăţite detaliată pe cele patru conturi, balanţa de plăţi teoretic nu mai poate fi deficitară.

În realitate însă, balanţa de plăţi externe cunoaşte pe termen scurt modificări permanente ale conturilor sale intermediare, echilibrul general fiind un obiectiv pe termen mediu / lung pe care fiecare guvern încearcă să-l atingă, folosind toate instrumentele de reechilibrare de care dispune

(stimularea exporturilor, investiţiilor, finanţarea prin credite externe, creşterea activelor de rezervă etc.).

Conform ultimelor recomandări ale FMI în materie de balanţă de plăţi externe, aceasta trebuie să aibă o structură detaliată pe patru conturi de bază: contul curent, contul de capital, contul financiar şi contul de erori şi omisiuni, fiecare cont având detalierea sa astfel:

Structura balanţei de plăţi externe

I. Contul curent

A. Bunuri şi servicii:

- Bunuri;
- Servicii;

B. Venituri:

- Din investiţii directe / portofoliu;
- Din alte investiţii (dobânzi);

C. Transferuri curente:

- Sector oficial
- Alte sectoare

II. Contul de capital

- Transferuri de capital;
- Active cumpărate / vândute

III. Contul financiar

- Investiţii directe;
- Investiţii de portofoliu;
- Alte investiţii (credite externe, împrumuturi FMI);
- Conturi de tranzit;
- Conturi de cliring / barter
- Active de rezervă (aur, DST, valută)

IV Erori şi omisiuni

Sursa: IMF Financial Statistics

Toate aceste conturi şi subconturi au o poziţie de credit şi de debit, precum şi solduri parţiale şi totale. Pe ansamblu, creditul total al balanţei de plăţi trebuie să egaleze debitul total al acesteia, diferenţe putând să apară doar la nivelul conturilor intermediare (cont curent, cont de capital sau cont financiar).

4.5. Poziţia investiţională internaţională

Derivat din balanţa de plăţi externe, un alt tablou sintetic important este şi tabloul care arată poziţia investiţională a unei ţări. În determinarea poziţiei investiţionale internaţionale se iau în considerare cu precădere fluxuri cuprinse în contul financiar al balanţei de plăţi: activele de rezervă, datoria externă pe termen mediu şi lung precum şi creanţele şi angajamentele pe termen scurt. Poziţia investiţională este un instrument util în proiectarea unei politici macroeconomice de finanţare externă adecvată a deficitelor din balanţa de plăţi externe sau alte deficite interne (deficite bugetare, fiscale etc.) luând în considerare toate resursele financiare ce pot fi atrase de pe pieţele financiare internaţionale capabile să completeze resursele interne (publice sau private). Concret, situaţia investiţională internaţională cuprinde următoarele:

Poziţia investiţională internaţională

I. Active de rezervă din sistemul bancar

- Aur monetar;
- Deţineri de DST;
- Devize convertibile;

II. Datoria externă pe tipuri de creditori

- Multilaterale: FMI, UE, BIRD, BERD
- Bilaterale: detaliere pe principalii creditori;
- Bănci private: detaliere pe ţări;
- Obligaţiuni străine / euroobligaţiuni
- Credite furnizor: detaliere pe ţări;
- Alţi creditori privaţi.

III. Datoria externă pe tipuri de debitori

- Datoria publică;
- Datoria public garantată;
- Datoria comercială negarantată.

IV. Creanţe şi angajamente pe termen scurt

- Creanţe: incasoo, acreditive, garanţii bancare primite;
- Angajamente: incasoo, acreditive, garanţii emise, linii de finanţare, alte angajamente.

V. Investiţii străine

- Directe;
- De portofoliu.

Sursa: Raportul anual al BNR

Acest instrument este deosebit de important în elaborarea strategiilor de finanţare a deficitelor din contul curent sau a deficitelor interne (deficitul bugetar de exemplu). Acest instrument arată

gradul extern de îndatorare al unei economii, structura datoriei externe în funcţie de provenienţa şi de destinaţia finală a acesteia precum şi situaţia investiţiilor străine directe şi de portofoliu.

Atât balanţa de plăţi cât şi poziţia investiţională internaţională se analizează cu ajutorul unui set de indicatori specifici cum ar fi:

- Gradul de acoperire al importurilor: exporturi (X)/ importuri (M);
- Mărimea soldului balanţei comerciale: (X-M)/(X+M);
- Indicii raportului de schimb (net şi brut);
- Active valutare în luni de import;
- Datorie externă / locuitor (sau pe PIB) etc.

De asemenea analiza balanţei de plăţi şi a poziţiei investiţionale internaţionale se poate face şi în dinamică, avându-se în acest caz în vedere evoluţia în timp a soldurilor principalelor conturi sau poziţii.

4.6. Echilibrul balanţei de plăţi externe

În ansamblu, balanţa de plăţi este întotdeauna şi în mod necesar echilibrată, activul fiind egal cu pasivul (respectându-se principiul dublei înregistrări). În mod uzual se folosesc uneori termeni de balanţă de plăţi excedentară (activă) sau de balanţă de plăţi deficitară (pasivă), în realitate fiind vorba de un dezechilibru la nivelul unor părţi din balanţa de plăţi (balanţa comercială, contul curent, contul de capital şi financiar).

Deficitele la nivelul balanţei de plăţi externe reflectă o lipsă de competitivitate pe plan extern sau o ieşire masivă de capitaluri străine sau autohtone ca urmare a deteriorării climatului general de afaceri. Un rol fundamental revine în acest sens soldului balanţei comerciale şi al contului curent. Dezechilibrele din balanţa de plăţi externe se pot răsfrânge asupra economiei interne, generând perturbaţii pe piaţa valutară (soldul balanţei comerciale poate provoca aprecierea sau deprecierea monedei naţionale), pe piaţa monetară, pe piaţa creditului, pe piaţa de capital etc. În plus o balanţă cronic deficitară reduce bonitatea pe plan internaţional, diminuând încrederea creditorilor internaţionali în capacitatea ţării în cauză de a-şi onora obligaţiile de plată ce-i revin.

Factorii care stau la baza acestor dezechilibre în balanţa de plăţi externe pot fi *factori endogeni* sau *factori exogeni*. În crearea soldului pasiv (deficitar) al balanţei de plăţi externe factorii endogeni au un rol fundamental.

Factorii endogeni de destabilizare a BPE:

- Reducerea semnificativă a exporturilor cauzată de calamităţi naturale sau de evenimente fortuite (revoluţii, războaie civile);
- Creşterea importurilor pe fondul intensificării cererii interne;
- Insuficienta acoperire a cererii interne (reducerea exporturilor);
- Diminuarea competitivităţii externe a produselor autohtone (calitate scăzută, preţuri ridicate);
- Scăderea gradului de prelucrare al exporturilor;
- Deteriorarea climatului de afaceri intern;
- Insuficienta promovare / stimulare a exporturilor;
- Politică comercială (tarifară / netarifară) ineficientă;

- Structura pe ramuri a economiei naţionale.

Factorii exogeni de destabilizare a BPE:

- Dereglarea preţurilor mondiale la produsele cu pondere mare în structura comerţului exterior;
- Politica comercială a altor state (atât cea tarifară cât şi cea netarifară);
- Lipsa avantajelor competitive (comparative) reale;
- Dereglarea fluxurilor comerciale zonale ca urmare a unor conflicte / dispute comerciale internaţionale.

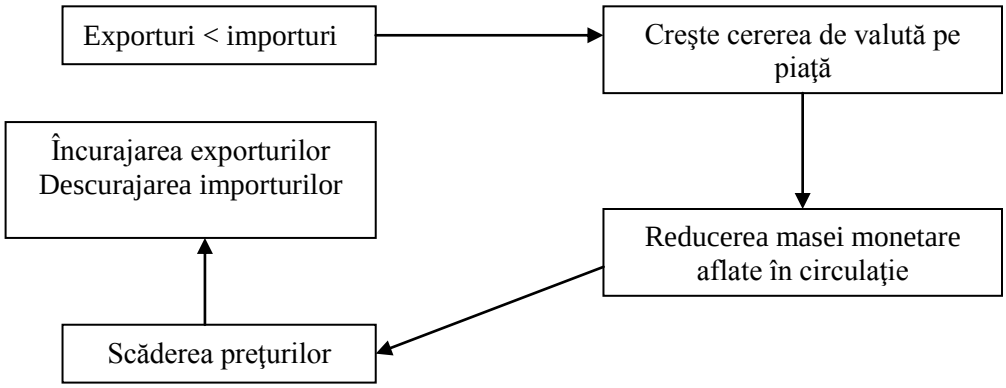
Este evident faptul că numărul factorilor care pot avea impact direct sau indirect asupra situaţiei balanţei de plăţi externe este mult mai mare.

4.7. Tehnici de echilibrare şi finanţare a balanţei de plăţi externe

În privinţa echilibrului balanţei de plăţi externe există în literatura de specialitate două accepţiuni diferite: echilibrul balanţei de plăţi este indus automat de echilibrul economic general sau echilibrul poate fi obţinut prin promovarea unor politici macroeconomice sau prin utilizarea unor tehnici de echilibrare specifice. În primul caz nu este nevoie de intervenţia statului pentru echilibrarea balanţei de plăţi, considerându-se că aceasta se va echilibra în condiţiile echilibrului economic general.

Ajustarea automată a balanţei de plăţi

Unul din mecanismele care produc ajustarea automată a balanţei de plăţi externe este *mecanismul preţurilor* (accepţiune susţinută în teorie de Ricardo şi Hume). Acest mecanism al preţurilor explică ajustarea automată a unor dezechilibre apărute în balanţa comercială (exporturi < importuri).

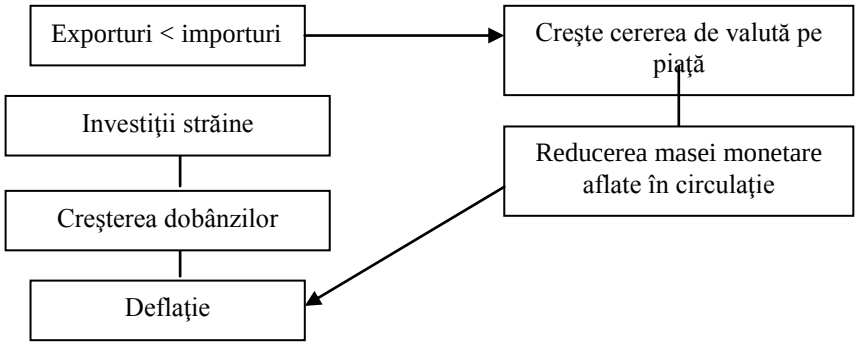


Mecanismul de ajustare automată a BPE prin preţuri

Mecanismul este relativ simplu: un deficit în balanţa comercială atrage după sine o scădere a masei monetare aflate în circulaţie (banii se vor localiza în bancă în urma cumpărării de devize de pe piaţă, necesare plăţii excedentului de importuri, operaţiune care a avut ca efect diminuarea activelor de rezervă). Teoria cantitativă a banilor stipulează că o scădere a masei monetare va produce implicit o scădere a preţurilor. Această scădere a preţurilor va constitui un stimulent pentru exporturi şi ca o frână în calea importurilor. Condiţia de bază a unui astfel de mecanism

este ca raportul valoric între monede (cursul de schimb) să nu sufere modificări semnificative (depreciere pronunţată).

Echilibrarea automată balanţei de plăţi se va produce şi de faptul că deflaţia generată de scăderea masei monetare aflate în circulaţie va atrage după sine o creştere a nevoii de fonduri în economie, care implicit va duce la o creştere a dobânzilor. Atraşi de dobânzile mai mari oferite, investitorii străini îşi vor orienta capitalurile către această piaţă, fapt ce va duce la o reechilibrare a balanţei de plăţi. Acest mecanism de ajustare automată poartă denumirea de *finanţare compensatoare,* diferenţialul de dobândă fiind elementul care reechilibrează balanţa de plăţi (dezechilibrul din balanţa comercială este compensat de un aport suplimentar de fluxuri financiare externe).



Mecanismul de ajustare automată a BPE prin finanţarea compensatorie

Atât teoria de ajustare automată a BPE prin mecanismul preţurilor cât şi cea prin finanţarea compensatorie se bazează pe ipoteza unor cursuri de schimb stabile.

Există teorii care arată că o creştere a importurilor generează o depreciere a cursului de schimb (cerere de valută mai mare) care în ipoteza unor preţuri constante conduc la o descurajare a importurilor (devenite mai scumpe în monedă naţională). O altă teorie este cea a *echilibrului prin venituri* (Keynes, Robinson, Harrod, Machlup) care susţin că există mecanisme interne de corectare a dezechilibrelor externe cum ar fi nivelul veniturilor sau gradul de utilizare al forţei de muncă.

În prezent în mare parte aceste teorii nu-şi mai găsesc aplicabilitatea în practică, fenomenele economice devenind din ce în ce mai complexe (de exemplu ajustarea BPE prin preţuri nu se mai poate produce în condiţiile în care masa monetară nu mai este corelată cu nivelul activelor de rezervă). În concluzie, în condiţiile actuale în care mai mult de 60 % din regimurile valutare se bazează pe flotarea liberă a cursului de schimb, echilibrarea automată a balanţelor de plăţi este mai greu de realizat, statul având un rol din ce în ce mai activ în corectarea deficitelor externe.

Există o serie de specialişti care susţin că intervenţia statului în economie în vederea atingerii unei stări generale de echilibru se concentrează pe trei direcţii principale: utilizarea deplină a forţei de muncă, stabilitatea preţurilor interne şi echilibrul balanţei de plăţi obţinut prin tehnici şi mecanisme specifice. Echilibrarea balanţei de plăţi rămâne o problemă complexă şi dificil de realizat, de cele mai multe ori intervenţia în vederea echilibrării lezând interesele statelor partenere. Mai trebuie remarcat faptul că dezechilibre cronice în balanţa de plăţi a unei mari puteri economice (SUA de exemplu) au avut adesea repercusiuni asupra stării generale a economiei mondiale.

Politici de echilibrare a BPE

Statul are la dispoziţie mai multe politici pe care le poate utiliza în vederea ajustării deficitelor din balanţa de plăţi externe:

- Politici monetare: ratele de dobândă, operaţiuni pe piaţa liberă efectuate de Banca Centrală, rezervele bancare obligatorii, emisiunea sau retragerea de monedă de pe piaţă, limitarea creditului. Aceste politici pot avea o influenţă directă asupra fluxurilor de capital în sensul atragerii lor printr-o creştere a ratelor de dobândă. Politicile monetare pot avea un efect benefic asupra balanţei de plăţi externe şi prin stabilitatea în materie de preţuri pe piaţa locală. Inflaţia şi dobânda sunt factori suficient de puternici în a echilibra balanţa de plăţi externe.
- Politicile bugetare: politici care vizează creşterea veniturilor din impozite şi taxe (se poate realiza printr-o fiscalitate sporită sau printr-o mai bună colectare a fondurilor datorate statului) şi reducerea cheltuielilor bugetare. În general sunt vizate acele impozite şi taxe care pot afecta puternic fluxurile financiare şi reale înregistrate de balanţa de plăţi externe. Aceste politici au rolul de a limita dimensiunea deficitului bugetar intern care de multe ori este finanţat extern prin fonduri împrumutate (mai ales în cazul ţărilor în curs de dezvoltare). În plus, aceste deficite sunt adesea finanţate inflaţionist prin emisiune de monedă, fapt ce poate fi dăunător exporturilor, agravând şi mai mult deficitul contului curent.
- Devalorizarea cursului de schimb: parte integrantă a politicii monetare are ca efect direct încurajarea exporturilor şi descurajarea importurilor (care devin mai scumpe în monedă naţională). Condiţia de bază este ca deprecierea să fie mai mare decât creşterea preţurilor interne. Din păcate, deprecierea nu este cea mai inspirată modalitate de echilibrare a balanţei în cazul unei ţări dependente de comerţul exterior. Mai mult, deprecierea inhibă importurile de tehnologie şi reduce astfel procesele de retehnologizare ale companiilor care doresc să exporte mai mult, să fie mai eficiente şi mai competitive pe pieţele internaţionale. Orice companie, pentru a rezista pe pieţele internaţionale trebuie să utilizeze ultimele soluţii tehnologice în domeniu şi dacă nu are posibilitatea susţinerii financiare a unei activităţi serioase de cercetare - dezvoltare în domeniu va fi nevoită să importe această tehnologie, ori deprecierea blochează tocmai acest lucru.
- Instituirea de bariere tarifare şi netarifare în calea importului cu rol în limitarea cantitativă a importurilor. Barierele tarifare constituie în prezent una din piedicile majore în calea fluxurilor comerciale internaţionale, existând în prezent o mare varietate de astfel de bariere, unele dintre ele greu de identificat şi contracarat.
- Stimularea şi promovarea exporturilor prin diferite metode (subvenţii de export, credite de export subvenţionate, facilităţi fiscale, asigurarea şi garantarea creditelor de export etc.) conduce la reechilibrarea balanţei comerciale. Promovarea exporturilor include: susţinerea financiară sau logistică a participării la târguri şi expoziţii internaţionale pentru companiile locale, încheierea de tratate comerciale, acorduri de navigaţie sau comerţ, crearea de zone de liber schimb sau uniuni vamale, crearea de centre de informare în ţară menite să sprijine activitatea de export sau intensificarea reprezentării comerciale în străinătate.

- Finanţarea deficitelor din BPE se referă la posibilitatea acoperiri unui deficit comercial printr-un credit extern acordat din diferite surse (FMI prin mecanismul de finanţare lărgită sau emisiune de obligaţiuni guvernamentale pe piaţa internaţională). Avantajul acestei politici este unul pe termen scurt, pe termen lung creditele nu fac altceva decât să amâne rezolvarea cauzelor reale ce au dus la acest deficit comercial. În plus, nu trebuie neglijat faptul prin înregistrarea remunerării acestor credite (dobânzi plătite) în debitul contului de venituri (contul curent) deficitul este reportat pentru o perioadă viitoare.
- Atragerea de investiţii străine directe şi de portofoliu contribuie la reechilibrarea balanţei de plăţi prin capitalul străin injectat în economie care poate reduce din presiunile asupra cursului de schimb generat de o balanţă comercială deficitară. Atragerea investitorilor străini se poate face prin acordarea de facilităţi (concesionarea de terenuri, spaţii comerciale, clădiri, utilităţi) sau stimulente fiscale pe de o parte (reduceri la impozitul pe profit, reduceri sau scutiri la impozitele indirecte[5]) dar şi prin promovarea imaginii în străinătate pe de altă parte. Evident că oricâte facilităţi s-ar oferi investitorilor străini şi oricât eforturi s-ar întreprinde pentru a face cunoscută ţara gazdă, lipsa unui cadru adecvat de dezvoltare propice a afacerilor va ţine la distanţă investitorii străini.

În concluzie, statul poate interveni direct prin numeroase pârghii şi mecanisme pentru a reechilibra balanţa de plăţi externe. Raţiunea pentru a interveni în sensul echilibrării BPE este dată de absenţa ajustării automate şi de efectele pe care le poate avea dezechilibrul BPE asupra echilibrului economic general. Balanţa de plăţi rămâne principalul mijloc de măsurare a valorii şi a competitivităţii externe a unei economii, fiind în acelaşi timp un instrument deosebit de util pentru configurarea principalelor politici macroeconomice. În abordarea macroeconomică a nevoii de finanţare a unei economii, balanţa de plăţi externe reprezintă cel mai important instrument de analiză

În schema de finanţare a deficitelor din balanţa de plăţi externe domină creditele şi investiţiile străine. Specialiştii consideră investiţiile mult mai benefice pentru o economie deoarece ele au un efect sinergic mai mare asupra resurselor interne. Creditele externe sunt mai greu de controlat din punct de vedere al finalităţii lor, cu atât mai mult cu cât ele sunt acordate guvernelor sau companiilor de stat dintr-o ţară. Cu toate acestea nu putem vorbi de un avantaj absolut al finanţării deficitelor interne prin atragerea de investiţii străine directe sau de portofoliu.

Nu sunt puţine cazurile în care mari companii transnaţionale sau globale au destabilizat prin acţiunile lor mediul de afaceri dintr-o ţară. Uneori investiţia străină are costuri asociate ascunse care fac mult mai atractiv un credit extern (repatrierea profiturilor poate crea un puternic dezechilibru pe piaţa valutare). În plus, creditele externe atrase de sectorul privat estompează din ineficienţa utilizării acestora iar când ele sunt folosite pentru dezvoltarea companiei efectul sinergic devine evident şi în acest caz (crearea de noi locuri de muncă, eficientizarea activităţii, intensificarea concurenţei). Cu toate acestea nu există o reţetă privind combinaţia optimă între credite externe şi investiţii străine şi nici în ceea ce priveşte nivelul optim de îndatorare al unei ţări.

Concluzia este totuşi evidentă: acoperirea deficitelor nu prin emisiune de monedă sau prin credite interne pe termen scurt ci prin finanţarea acestora atrăgând resurse de pe pieţele financiare internaţionale (de preferabil pe termene cât mai lungi), deplasarea finanţării (din punct

[5] Cel mai frecventă reducere vizează recuperarea taxei pe valoare adăugată.

de vedere al beneficiarului) dinspre sectorul public către sectorul privat, precum şi corelarea atentă a scadenţelor la aceste finanţări, constituie o soluţie la criza financiară cu care se confruntă majoritatea ţărilor în dezvoltare.

Întrebări de sinteză

1. Cum se determină nevoia de finanţare a unei economii ?

2.Care este rolul balanţei de plăţi externe în finanţarea internaţională ?

3. Care sunt principiile de înregistrare a operaţiunilor în balanţa de plăţi externe ?

4.Care este structura balanţei de plăţi externe ?

5. Care sunt principalii factori avuţi în vedere în analiza deficitelor din balanţa de plăţi externe ?

6. Care este diferenţa dintre balanţa de plăţi externe şi poziţia investiţională internaţională ?

7. Ce reprezintă ajustarea automată a balanţei de plăţi externe şi cum se realizează ea ?

8. Care sunt principalele tehnici de echilibrare a balanţei de plăţi ?

De studiat

1. *Studiaţi evoluţia principalelor conturi din balanţa de plăţi externe şi poziţia investiţională internaţională a României în perioada 1995 – 2002. Ce concluzii puteţi desprinde ?*

2. *Realizaţi un studiu privind efectele pe care le au finanţarea prin credite externe şi finanţarea prin atragerea de investiţii străine directe asupra dezvoltării economice a ţărilor în tranziţie. Cum apreciaţi politica de atragere a investiţiilor străine directe aplicată de ţara noastră ?*

Teste grilă rezolvate

1. Care dintre principiile ce se referă la înregistrarea operaţiunilor în balanţa de plăţi externe (BPE) de mai jos este falsă:

a. *Exporturile se înregistrează pe debitul balanţei de plăţi externe;*
b. *Intrările se înregistrează pe creditul balanţei;*

c. *Fiecare cont al balanţei de plăţi externe are un credit şi un debit;*
d. *O balanţă de plăţi externe trebuie să fie întotdeauna echilibrată;*
e. *Echilibrarea unor conturi din balanţa de plăţi externe se face prin alte conturi din aceeaşi balanţă.*

2. Care dintre afirmaţiile de mai jos este falsă:
a. *Dobânda încasată de o ţară se înregistrează pe creditul BPE;*
b. *Rezerva internaţională nu se înregistrează în BPE;*
c. *Salariile repatriate de muncitorii străini dintr-o ţară se înregistrează pe debitul BPE;*
d. *Serviciul datoriei externe se înregistrează în contul curent al BPE.*

3. În poziţia investiţională internaţională a unei ţări nu regăsim:
a. *Datoria externă;*
b. *Investiţiile străine directe;*
c. *Rezerva obligatorie;*
d. *Investiţiile străine de portofoliu;*
e. *Rezerva internaţională.*

4. Echilibrul balanţei de plăţi externe se poate realiza automat prin:
a. *Mecanismul preţurilor;*
b. *Certificate de trezorerie;*
c. *Acţiuni;*
d. *Instrumente derivate;*
e. *Acorduri de răscumpărare.*

5. Care dintre afirmaţiile de mai jos este falsă:
a. *Balanţa de plăţi externe se poate echilibra prin măsuri fiscale;*
b. *În balanţa de plăţi externe se pot înregistra operaţiuni între doi nerezidenţi;*
c. *Balanţa de plăţi nu are sold global;*
d. *Intrările de resurse se înregistrează pe credit în timp ce ieşirile de resurse pe debitul balanţei de plăţi externe;*
e. *Balanţa de plăţi externe se poate echilibra şi prin cursul de schimb.*

Răspunsurile la testele grilă: 1 – a; 2 – b; 3 – c; 4 – c şi d; 5 – b.

Timp de lucru estimat: 3 ore

Unitatea 5: Tehnici de plată internaţionale

Obiectivele vizate:

Prin parcurgerea acestei unităţi de studiu studenţii vor fi în măsură să:

- *Să cunoască specificul plăţilor internaţionale;*
- *Să înţeleagă riscurile specifice plăţilor internaţionale;*
- *Să aprofundeze tipurile de instrumente şi modalităţi de plată folosite în afacerile internaţionale;*
- *Să înţeleagă modul de funcţionare a fiecărui instrument financiar sau modalitate de plată internaţională.*

În ansamblul relaţiile financiar - valutare internaţionale, plăţile şi decontările internaţionale ocupă un loc bine determinat. Acest flux financiar este rezultatul derulării operaţiunilor comerciale internaţionale (export / import), cea mai mare parte a acestora fiind derulate prin băncile comerciale. Modalităţile de plată utilizate în comerţul internaţional s-au diversificat continuu, odată cu mutaţiile ce au avut loc în cadrul economiei mondiale şi a perfecţionării tehnicilor şi tehnologiilor de transmitere a mesajelor. Pentru derularea corespunzătoare a plăţilor internaţionale, un rol important îl au reglementările recunoscute şi acceptate în relaţiile bancare, elaborate de Camera de Comerţ Internaţional de la Paris.

5.1. Plata fără instrumente de plată

În prezent practica internaţională a dezvoltat numeroase instrumente şi tehnici de plată şi decontare, de la cele mai simple (mijloacele de plată) la cele mai complexe (modalităţile de plată). Cele mai frecvent utilizate modalităţi de plată şi decontare internaţionale sunt: plata în natură (fără numerar), plata prin mijloace (instrumente) de plată (cec, cambie, bilet la ordin, ordin de plată) şi plata prin intermediul unor modalităţi de plată complexe (incasoo şi acreditivul documentar).

Plata prin marfă contra marfă

Plata prin marfă contra marfă (troc, compensaţie) este prima "modalitate" de plată apărută în istorie, la care s-a revenit datorită unor fenomene de criză financiară manifestate la nivel naţional sau internaţional, sau datorită limitelor financiare ale unor participanţi la schimburile internaţionale – pentru a debloca relaţiile comerciale în absenţa disponibilităţilor financiare. În prezent, această formă a scăzut semnificativ ca pondere în volumul total al plăţilor internaţionale, fiind practicate cu precădere în cadrul operaţiunilor de contrapartidă (compensaţii, barter, lohn, buy-back).

Plata în numerar

Plata în numerar - astăzi pe cale de dispariţie în ansamblul plăţilor internaţionale (folosită doar ca metodă de evaziune fiscală, în cazul mărfurilor de contrabandă sau în activitatea de turism şi

transport internaţional) datorită dezavantajelor pe care le reprezintă: necesitatea transportului efectiv al banilor, necesitatea contactului direct între parteneri (sau reprezentanţi ai acestora), şi dificultatea sincronizării obligaţiilor fundamentale ale părţilor (de a livra marfa şi de a o plăti). O condiţie esenţială a plăţii în numerar în afacerile internaţionale o constituie încrederea absolută ce trebuie să existe între parteneri. Numerarul (moneda) este asociat cu noţiunea de mijloc de plată. La fel ca şi plata în natură, şi această modalitate este practicată în cazul în care există o relaţie strânsă şi de încredere reciprocă între cei doi parteneri.

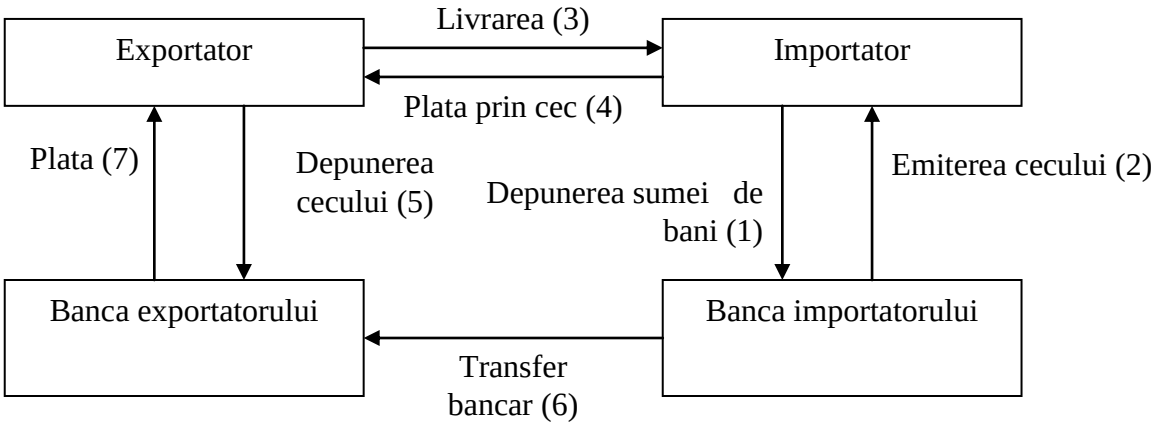
5.2. Plata prin instrumente (mijloace) de plată

Plata prin instrumente de plată (titluri de credit pe termen scurt sau efecte de comerţ) presupune utilizarea unor instrumente specifice, consacrate de-a lungul timpului: cecul, cambia, biletul la ordin sau ordinul de plată.

Cecul internaţional

Reprezintă un ordin scris dat de o persoană (ordonator) unei bănci, la care acesta are un disponibil depus în cont, ca această să plătească la vedere o sumă de bani determinată în favoarea unui terţ (beneficiar). Ordinul în cazul cecului este completat pe baza unui formular tipizat pus la dispoziţie de banca emitentă.

În funcţie de persoana în favoarea căreia se va efectua plata, cecul poate fi: nominativ (plata se face doar în numele persoanei desemnate drept beneficiar), la ordin (plata se va face către persoana căreia i-a fost andosat cecul) sau la purtător (plătibil oricărei persoane care îl va prezenta spre încasare băncii emitente).



Mecanismul plăţii internaţionale prin cec

Singura funcţie a acestui instrument este aceea de mijlocire a plăţii între doi parteneri angajaţii într-o operaţiune comercială. În principiu, cecul poate fi folosit mai puţin pentru amânarea plăţii (mijloc de credit) sau pentru garantarea unor plăţi. Cecul poate fi transmis prin gir (andosare) către o terţă persoană care devine astfel noul beneficiar al cecului. Principalul avantaj al acestui mijloc de plată este simplitatea mecanismului. Derivat din acest avantaj rezultă şi principalul

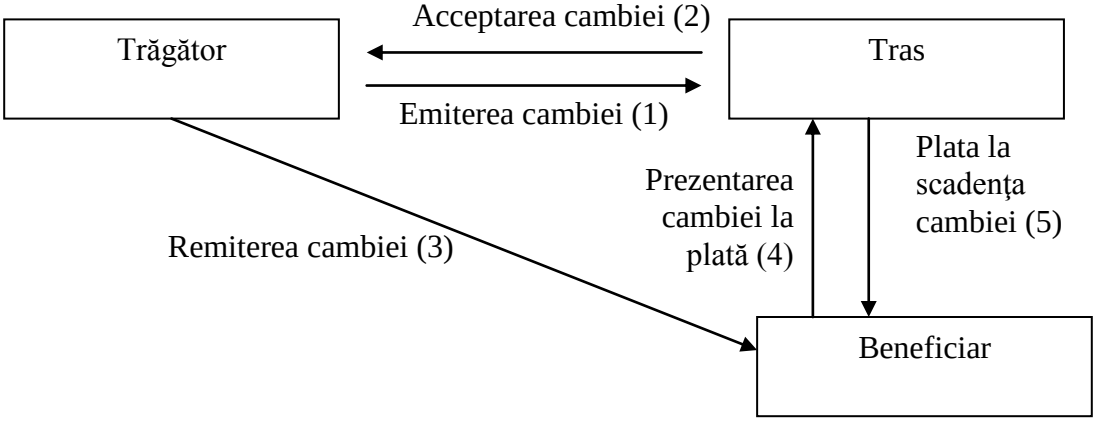
dezavantaj al cecului, şi anume lipsa de protecţie pentru exportator, care nu are siguranţa că în momentul în care a primit fila de cec aceasta va putea fi şi încasată. Chiar dacă cecul nu poate fi emis fără a exista suma aferentă în cont, nu sunt puţine situaţiile în care au loc emisiuni fără acoperire în cont. În plus, exportatorul are puţine instrumente de verificare a acoperirii cecului.

Din cauza riscului ridicat, practica internaţională a dezvoltat câteva tehnici care să sporească siguranţa unei plăţi prin intermediul acestui instrument: solicitarea ca plata prin cec să se realizeze în avans (înainte de livrarea mărfii), solicitarea unei garanţii din partea băncii emitente (cecul certificat), eliminarea posibilităţii de transfer prin gir (cecul barat) sau vinculaţia (livrarea mărfii pe numele unui terţ).

Cambia

Reprezintă un înscris care conţine ordinul necondiţionat dat de o persoana (trăgătorul) altei persoane (trasul), de a plăti o anumita suma unei alte persoane (beneficiarul), la un termen(scadenta) şi intr-un anumit loc. Cambia serveşte ca instrument de plata, trăgătorul având de încasat o anumita suma de bani de la tras si, totodată, are de achitat o datorie de fata de o terţă persoană - beneficiarul. Deoarece plata se face de obicei, la un anumit interval de la emiterea cambiei, aceasta îndeplineşte şi funcţia de instrument de credit. Cambia conţine următoarele elemente*: denumirea de cambie* în limba în care este redactat înscrisul*, ordinul necondiţionat* de a plăti o sumă determinată (exprimată în cifre şi litere), indicarea *termenului de plată* (scadenţa), care poate fi exprimat ca dată calendaristică fixă, la un anumit număr de zile de la data emiterii cambiei (de regula 30, 60, 90, 180 de zile), la vedere sau la un anumit interval de la prezentare spre acceptare, *numele şi adresa trasului*, *denumirea şi adresa beneficiarului, locul* efectuării plăţii, *data şi locul emiterii*, *semnătura trăgătorului*, cuprinzând numele de familie în întregime. De la aceste prevederi se admit următoarele excepţii: daca nu se menţionează scadenta, cambia este plătită le vedere (in ziua prezentării); daca nu este menţionat locul emiterii acesta este considerat domiciliul trăgătorului.

Emiterea cambiei da naştere la anumite raporturi intre persoanele participante, se creează un raport juridic prin care trăgătorul se obligă faţă de beneficiar sa-l determine pe tras să plătească suma prevăzută în tratã.



Mecanismul plăţii prin cambie

Acceptarea cambiei apare atunci când trasul are ordin din partea trăgătorului să efectueze plata dar devine obligat cambial numai în momentul în care accepta cambia. Prin acceptare, trasul

devine debitorul principal, el fiind obligat cambial, solidar cu trăgătorul, giranţii şi avaliştii. Trasul îşi ia sarcina "să plătească", iar ceilalţi obligaţi cambial isi asuma obligaţia de a face "să se plătească" în mod efectiv, ei plătind numai în cazul în care debitorul principal, trasul, nu îşi onorează plata. Tehnica plăţilor prin trate cunoaşte o serie de operaţiuni care pot interveni în anumite situaţii şi anume:

Avalizarea apare în situaţia în care trăgătorul nu este sigur de solvabilitatea trasului, se poate apela la o garanţie (denumita "aval" sa "pentru garanţie"), urmate de semnătura avalistului şi data. Avalistul este, de obicei, o banca ce se obliga să facă plata daca trasul nu va achita suma respectiva la scadenta, aceasta operaţiune evidenţiind rolul cambiei de instrument de garantare a plăţii, întărit prin plata avalizarii.

Andosarea presupune transmiterea cambiei prin gir şi aceasta se face printr-o dispoziţie scrisă de către beneficiarul acesteia către tras, care urmează să plătească suma arătată în titlu , la ordinul persoanei care o indică, la locul şi data menţionată în cambie. Andosarea are loc atunci când beneficiarul (girantul), la rândul sau este debitor fata de o alta persoana (giratorul), cu aceeaşi sumă.

Scontarea este operaţiunea prin care posesorul cambiei obţine de la o banca comerciala, înainte de scadenţă, suma înscrisă pe titlu (valoarea nominală), diminuată cu dobânda aferentă sumei din acel moment până la scadenţă, plus un comision al băncii, denumit valoarea de scont.

Rescontarea presupune ca băncile comerciale să preschimbe cambiile ce le deţin în bani, la banca centrală care percepe taxa oficială a scontului, influenţând astfel nivelul general al ratei dobânzii.

Forfetarea consta în vinderea de cambii, indiferent de scadenta, unor instituţii specializate care, spre deosebire de băncile comerciale, la scontare preiau riscurile de neplată de către debitor. Taxa de forfetare este superioară celei de scont, iar operaţiunea presupune şi transmiterea documentelor care să asigure încasarea fără dificultăţi a cambiei (diferite autorizaţii).

Plata cambiei se face prin prezentarea acesteia la plată în ziua scadenţei sau în una din cele doua zile lucratoare care urmează scadentei. Cambia scadentă la vedere poate fi prezentată la plata în termen de un an de la data emiterii. Trasul care plăteşte are dreptul să pretindă de la beneficiar trata cu menţiunea "achitat", semnată de acesta. Daca trasul vrea să facă o plată parţială, beneficiarul nu poate refuza plata, fiind obligat să menţioneze pe tratăsuma primită şi să dea chitanţa trasului. Regresul, în caz de refuz de acceptare sau de plata a tratei, este dreptul beneficiarului de a acţiona împotriva trăgătorului şi a celorlalţi semnatari ai documentului respectiv (andosatori şi avalişti) la scadenţă, în condiţiile în care trasul refuză plata înainte de scadenţă, acceptarea totală sau parţială sau dacă intervine falimentul trasului ori cel al trăgătorului.

Prescripţia constă în acţiunea în justiţie contra trasului care a acceptat cambia, şi de regulă cambia se prescrie în termen de 3 ani de la data scadenţei. Acţiunea beneficiarului împotriva celorlalţi semnatari se prescrie în termen de un an de la data protestului adresat în timp util sau de la scadenţă în cazul unei cambii cu clauza "fără protest". Acţiunea unui andosator contra altuia sau împotriva trăgătorului se prescrie în termen de 6 luni de la data când aceştia au plătit sau au fost acţionaţi în justiţie. Actele de întrerupere a curgerii termenului de prescripţie nu au efect decât în privinţa celui care le-a efectuat.

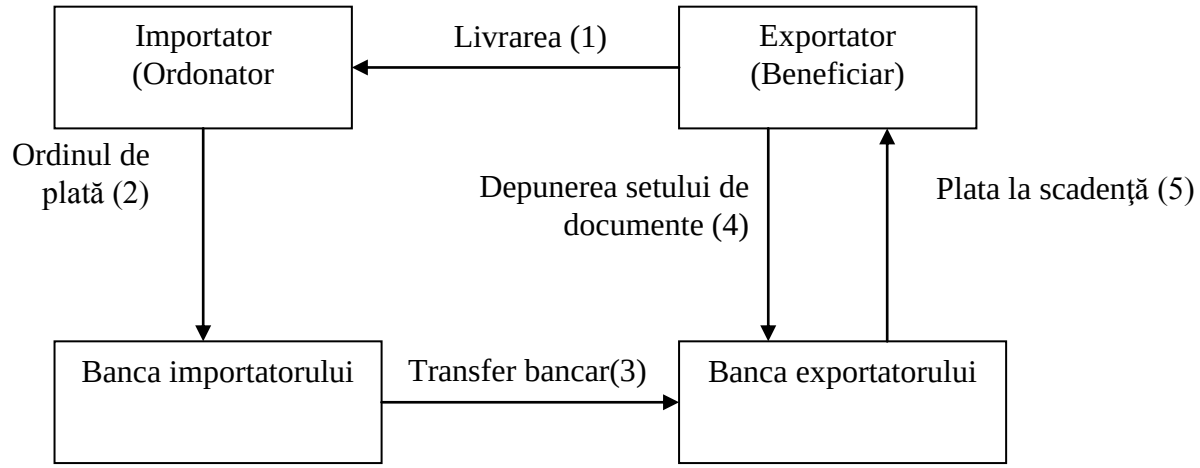
În comerţul internaţional, exportatorul apare, de regulă în calitate de trăgător şi eventual beneficiar, iar importatorul - de tras. Daca trasul nu onorează cambia, ultimul posesor (beneficiar) are dreptul de regres (recurs) asupra tuturor giranţilor anteriori avalistului, inclusiv trăgătorului, care sunt solidari, răspunzători fata de el. Recursul merge pana la declararea stării de faliment şi executarea silita prin vânzarea bunurilor. Daca ultimul posesor al cambiei doreşte să încaseze contravaloarea acesteia înainte de scadenta, o va sconta unei bănci comerciale.

Biletul la ordin

Este un înscris prin care o persoană (emitentul) se obligă să plătească unei alte persoane (beneficiar) sau unei terţe persoane desemnată la ordinul acesteia, o sumă determinată de bani la o dată prestabilită. Scadenţa poate fi ca şi în cazul cambiei de până la 90 de zile. Spre deosebire de cambie, angajamentul de plată este iniţiat de debitor, mecanismul fiind relativ mai simplu (sunt doar două părţi implicate). La fel ca şi cambia sau cecul, şi biletul la ordin poate fi transmis prin gir (andosare) sau poate fi scontat înainte de scadenţă la o terţă bancă.

Ordinul de plată

Ordinul de plata este dispoziţia dată de o persoană (denumită ordonator) unei bănci, de a plăti o sumă determinată în favoarea altei persoane (denumită beneficiar) în vederea stingerii unei obligaţii băneşti provenind dintr-o relaţie directă existentă între ordonator şi beneficiar .



Mecanismul plăţii prin ordin de plată

Aşa cum rezultă din definiţie şi din practica utilizării sale ordinul de plată se caracterizează prin:

a) relaţia de plată este declanşată ca urmare a unei obligaţii asumate sau datorii preexistente, ce urmează a se stinge o dată cu onorarea O.P.;

b) operaţiunea este pornită la iniţiativa plătitorului (ordonatorului). El este cel care stabileşte regulile după care operaţiunea urmează sa se deruleze. Din acest motiv, in materie de O.P. diversitatea tehnica este deosebit de largă;

c) revocabilitatea este o trăsătura fundamentala a O.P. Aceasta consta in faptul ca ordonatorul îşi poate retrage sau modifica instrucţiunile de plată date băncii, cu condiţia ca ordinul sau iniţial sa nu fi fost executat prin plata in favoarea

beneficiarului. Revocarea O.P. nu atrage după sine nici un fel de consecinţe, drepturi sau obligaţii pentru părţile implicate;

d) provizionul (depozitul) bancar este absolut obligatoriu in cazul O.P. Acesta presupune obligaţia ordonatorului ca o data cu emiterea O.P. sa creeze băncii şi sursa de fonduri necesare, fie prin blocarea sumei respective din contul sau bancar, fie prin depunerea ei in vederea executării plăţii sau prin credit bancar acordat de banca in acest scop in contul ordonatorului. Pe filiera bancara, nu este obligatoriu transferul anticipat al fondurilor, momentul acestui transfer depinzând de înţelegerea dintre cele doua bănci ce intervin in operaţiune;

e) din puncte de vedere al modalităţilor de încasare (determinate fireşte de instrucţiunile ordonatorului O.P poate fi:

- simplu, încasarea sa nefiind condiţionată de prezentarea vreunui document sau explicaţie cu privire la scopul plăţii (excluzând cazul ca se cere o chitanţa). Acest tip de O.P. se aseamănă cu cecul;

- documentar, încasarea sa fiind determinata de obligaţia beneficiarului de a prezenta anumite documente (facturi, dovada plăţii unor chirii, a unor cheltuieli de transport etc.) indicate de ordonator in O.P.

Părţile implicate in derularea unui O.P., de regula sunt:

- ordonatorul, cel care iniţiază operaţiunea; el este cel care plăteşte, stabileşte condiţiile plăţii, constituie provizionul bancar in vederea plăţii; poate revoca in orice clipa plata pana in momentul derulării ei;
- beneficiarul este cel in favoarea căruia se face plata; trebuie sa se conformeze condiţiilor prevăzute in O.P.; până în momentul plăţii nu are certitudinea încasării sumei;
- băncile care intervin in derularea operaţiunii au simplul rol de prestatoare de servicii. Singurele răspunderi ale băncilor sunt legate de manipularea corecta a valorilor încredinţate (fonduri băneşti şi documente) şi sa solicite beneficiarului prezentarea documentelor aşa cum s-a prevăzut de ordonatorul plăţii (in cazul O.P. documentar). Aceste bănci în practica denumite: banca ordonatoare, cea la care ordonatorul da dispoziţie privind efectuarea plăţii prin O.P. şi la care constituie depozitul, şi banca plătitoare, cea la ghişeele căreia se achita suma beneficiarului plătii şi care solicita anticipat sau ulterior de la banca ordonatoare suma ce urmează sa o plătească sau a plătit-o.

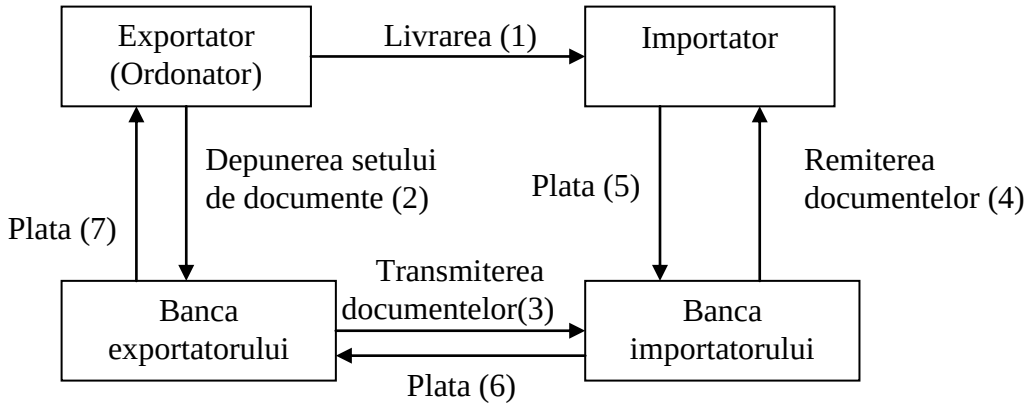
Derularea unei operaţiuni de O.P. presupune existenta unui document, formular, de regula tipizat, denumit "ordin de plata". Acesta este pus la dispoziţie de bănci clienţilor lor. Elementele pe care le surprinde un O.P. sunt: numele şi adresa ordonatorului (persoana fizica sau juridica care da O.P.) (eventual şi numărul contului bancar), numele şi adresa beneficiarului (eventual şi numărul contului), denumirea şi adresa băncii ordonatoare, data (ziua, luna, anul) emiterii O.P., ordinul de a plăti (prin formula: "va rog sa plătiţi…", "veţi plăti…"), suma in cifre şi litere cu indicarea valutei in care se va face plata, motivul plăţii, in cazul O.P. documentar se indica documentele care trebuie prezentate de beneficiarul plăţii, modul de plată: letric, telegrafic, SWIFT (pentru plăti in cont sau cecuri, valuta efectiva), semnaturile autorizate ale băncii ordonatoare sau ale persoanei autorizate de firma ordonatoare.

5.3. Modalităţile internaţionale de plată

Riscurile implicate de derularea afacerilor în plan internaţional a condus în timp la dezvoltarea unor modalităţi de plată mai complexe şi mai sigure pentru toate părţile implicate în operaţiune. Cele mai utilizate modalităţi de plată sunt incasoo documentar sau acreditivul documentar. În foarte multe cazuri aceste două modalităţi sunt utilizate în combinaţie cu unul sau mai multe instrumente de plată analizate anterior (în special cambii).

Incasoo documentar

Incasso documentar şi incasso simplu intră în categoria plăţii documentare, în sensul că prin vehicularea documentelor de către bănci, importatorul efectuează plata nu contra marfă ci contra documentelor comerciale - factura, documente de transport, de proprietate – care atestă livrarea mărfii conform condiţiilor contractului, sau financiare – cambii, bilet la ordin, cec, chitanţe, etc - utilizate pentru a obţine sume de bani. Incasso constă în ordinul dat de exportator băncii sale de a încasa contravaloarea unei tranzacţii comerciale şi de a o vira în contul său contra unui set de documente negociat iniţial. În această operaţiune băncile implicate nu îşi asumă nici un risc comercial, singura lor responsabilitate constând în manipularea setului de documente.



Mecanismul plăţii prin incasoo documentar

Mecanismul derulării incasso-ului documentar este, succint, următorul:

- la livrarea mărfii conform contractului comercial internaţional prin care partenerii au convenit la plata prin incasso documentar, exportatorul intră în posesia documentelor care atestă îndeplinirea obligaţiilor contractuale, de regulă: factură, document de transport, poliţă de asigurare, certificat de calitate şi adesea şi una sau mai multe cambii.
- setul de documente însoţit de ordinul de plată încasare la incasso este prezentat băncii exportatorului (bancă remitentă) care, după ce verifică corectitudinea întocmirii documentelor, le remite băncii importatorului, însoţite de un document propriu – incasso documentar - în cadrul căruia preia (şi traduce) întocmai instrucţiunile primite de la exportator (ordonator) în ordinul de încasare / plată;
- banca importatorului (banca prezentatoare) avizează importatorul în legătură cu sosirea documentelor şi, în funcţie de instrucţiunile primite în incasso documentar, le remite importatorului contra plată, sau contra acceptării cambiei;

- pe baza avizului de efectuare a plăţii banca importatorului creditează contul băncii exportatorului şi îl debitează pe cel al importatorului cu suma reprezentând contravaloarea mărfurilor livrate;
- la primirea banilor, banca remitentă notifică exportatorul de încasarea exportului şi îi creditează contul.

Incasso-ul este o modalitate de plată ce asigură într-o anumită măsură protecţia intereselor ambelor părţi implicate în tranzacţie: cumpărătorul – înainte de a efectua plata are posibilitatea verificării documentelor comerciale pentru a avea certitudinea că vânzătorul şi-a îndeplinit obligaţiile asumate şi a livrat marfa în condiţiile şi termenele stabilite prin contract.

- Vânzătorul – are siguranţa că importatorul nu va intra în posesia mărfii fără să o plătească, pentru că banca îi va elibera documentele necesare numai după ce le va achita. Cu toate acestea, incasso-ul nu prezintă nici o garanţie pentru vânzător privind plata (imediată sau diferată) a documentelor de către cumpărător, existând o singură obligaţie de plată: a importatorului asumată prin contractul comercial. Exportatorul livrează marfa fără a avea garanţia că importatorul va onora documentele. El se asigură în principiu de un singur risc: acela ca importatorul să obţină titlul de proprietate asupra mărfii fără să efectueze plata; rămân însă o serie de riscuri care pot surveni între momentul expedierii mărfii şi cel al încasării contravalorii ei:
- riscul întârzierii la plată (importatorul renunţă la preluarea mărfii) şi ca o consecinţă a întârzierii sau neefectuării plăţii;
- riscul diminuării încasării – direct prin scăderea preţului mărfii (ca urmare a deteriorii ei sau la presiunea importatorului) şi indirect prin efectuarea de către exportator a unor cheltuieli suplimentare (cu stocarea, protecţia, returnarea sau redirijarea mărfii către o altă destinaţie) sau plata unor dobânzi (în cazul în care s-a apelat la refinanţarea operaţiunii comerciale);
- riscul pierderii mărfii (când este expediată direct pe adresa unui cumpărător de rea-credinţă care şi-o însuşeşte, o înstrăinează şi refuză plata sau când, prin depăşirea unor perioade sau costuri de stocare este confiscată şi scoasă la licitaţie de autorităţi sau de creditorii respectivi).

În practică aceste neajunsuri pot fi înlăturate sau diminuate prin:

- utilizarea cambiilor avalizate de o bancă;
- solicitarea unei garanţii bancare înainte de efectuarea exportului;
- solicitarea unui avans care să acopere eventualele cheltuieli cu depozitarea, returnarea sau reorientarea mărfii în caz de refuz al plăţii;
- întocmirea documentelor de expediţie şi asigurare a mărfii într-o formă negociabilă;
- vinculaţie (expedierea mărfii pe adresa unui terţ, eliberarea ei făcându-se pe baza unei dovezi de efectuare a plăţii).

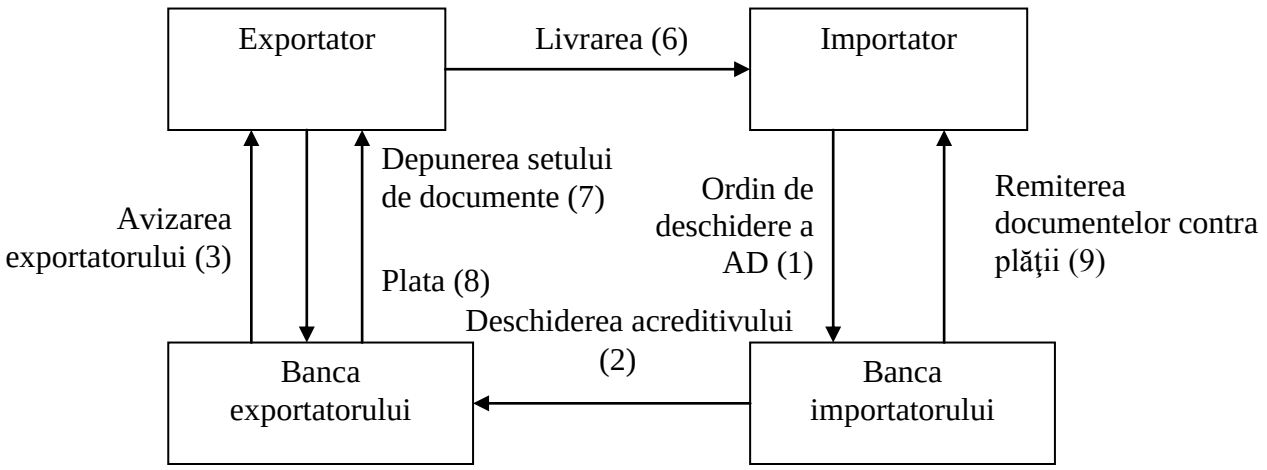
Cu toate acestea, este evident că în cadrul acestei modalităţi de plată avantajele sunt în principal de partea importatorului, întreaga operaţiune de incasso desfăşurându-se la ordinul, pe riscurile şi

răspunderea exportatorului (conform Publicaţiei 522, articolul 21, spezele şi comisioanele bancare sunt suportate tot de exportator). De aici şi ponderea modestă a incasso-ului documentar în ansamblul plăţilor cu străinătatea (la noi 10÷15%), într-o măsură mult mai mare fiind utilizat în relaţiile de plăţi necomerciale.

Acreditivul documentar

Acreditivul a fost utilizat încă de la începutul secolului al XIX-lea în marile centre financiare ale vremii – Paris, Amsterdam, Londra. În negoţul cu Extremul Orient, prezentând elementele de structură regăsite şi astăzi în practica în materie: caracterul documentar, fermitatea angajamentului bancar, siguranţa oferită partenerilor şi în bună parte chiar formalismul. Într-o accepţiune modernă despre acreditivul documentar se poate discuta însă, doar după primul război mondial, când, după crearea Camerei de Comerţ Internaţional de la Paris în 1920 au debutat şi primele încercări de elaborare a unor reguli uniforme în materie de acreditiv documentar, pentru facilitarea plăţilor internaţionale şi implicit pentru dezvoltarea schimburilor internaţionale. Primele "Reguli şi uzanţe uniforme privitoare la acreditivul documentar" au fost adoptate în 1933 dar au fost privite cu reticenţă de multe ţări printre care SUA şi Marea Britanie. După al doilea război mondial, însă, SUA – devenind primul exportator de către ţările europene – interesate în punerea sistemului de plăţi internaţionale pe baze cât mai riguroase şi sigure şi sprijinind adoptarea textului revizuit în 1951.

Acumularea de experienţă şi creşterea numărului de ţări interesate în aplicarea Regulilor şi Uzanţelor au impus o nouă revizuire în 1962. Totuşi, legislaţia bancară naţională a multor ţări ignora existenţa acreditivului documentar, în timp ce în altele se utilizau propriile reglementări naţionale. Regulile şi uzanţele devin cu adevărat internaţionale în 1974 când *Publicaţia nr. 274* este recunoscută de un organism ONU: Comisia Naţiunilor Unite pentru Drept Internaţional. Textul cunoaşte îmbunătăţiri şi adaptări la noile cerinţe în 1984 (Publicaţia nr. 400) sub impactul evoluţiei transporturilor internaţionale şi tehnicilor de producţie şi transmitere automatizată a datelor .



Mecanismul plăţii prin acreditiv documentar

În 1993 prin Publicaţia nr. 500 (ultima revizuire s-a făcut în 2008 şi Publicaţia 500 a evoluat către Publicaţia 600) s-a urmărit: simplificarea Regulilor şi Uzanţelor Uniforme nr. 400; facilitarea şi standardizarea practicilor bancare; sporirea integrităţii şi siguranţei acreditivului

prin intermediul prezumţiei de irevocabilitate; clarificarea obligaţiilor băncii emitente şi respectiv confirmatoare; rezolvarea problemelor referitoare la condiţiile nedocumentare; enumerarea detaliată a elementelor necesare pentru acceptarea fiecărui tip de document de transport – toate acestea pentru a mări eficienţa utilizării acreditivului documentar. Prin Publicaţia CCI nr. 511 s-a realizat o comparaţie cuprinzătoare între Regulile şi Uzanţele Uniforme nr. 500 şi 400. Conform reglementărilor internaţionale în domeniu (Publicaţia 500) acreditivul documentar reprezintă orice aranjament asumat de o bancă emitentă ce acţionează la cererea şi după instrucţiunile unui client ordonator sau în numele său propriu cu privire la efectuarea unei plăţi către un terţ sau la ordinul acestuia (beneficiarul), de a accepta şi plăti efecte de comerţ (cambii) trase de către beneficiar asupra sa sau asupra ordonatorului, de a autoriza o altă bancă să efectueze o asemenea plată sau să accepte şi să plătească asemenea cambii sau de a autoriza o altă bancă să negocieze astfel de efecte de comerţ contra unui set specific de documente, cu condiţia ca acestea să fie conforme cu termenii şi condiţiile acreditivului. Acreditivele, prin natura lor, sunt tranzacţii separate de contractele de vânzări sau alte contracte care pot sta la baza lor, iar băncile nu sunt în nici un fel obligate sau interesate de asemenea contracte, chiar dacă vreo referire la asemenea contracte este inclusă în acreditiv.

În derularea plăţii prin acreditiv documentar sunt implicate trei părţi principale, care au denumiri consacrate. Acestea sunt:

a. Ordonatorul acreditiv documentar – în relaţia contractuală este importatorul, beneficiarul unei prestaţii sau serviciu. El este cel care iniţiază relaţia de AD, prin instrucţiunile pe care le dă băncii sale de a plăti exportatorul, instrucţiuni cuprinse în "ordinul de deschidere a AD", unde precizează toate condiţiile de termene şi documente potrivit cărora banca să efectueze plata.

b. Beneficiarul acreditiv documentar – în relaţia contractuală este exportatorul, prestatorul de servicii. El este cel în favoarea căruia banca importatorului s-a angajat la plată şi care, îndeplinind condiţiile de termene şi documente cuprinse în textul AD, încasează banii.

c. Banca Emitentă – este banca care, la solicitarea importatorului, ordonatorul AD, îşi asumă în scris angajamentul de plată în anumite condiţii de termene şi documente, în favoarea exportatorului, beneficiarul AD. Prin angajamentul de plată asumat în scris, Banca Emitentă este principala angajată în relaţia de AD. Acest angajament de plată ea îl poate realiza:

- *direct*, în sensul ca ea însăşi să efectueze plata. În acest caz, ea îndeplineşte atât rolul de bancă emitentă, cât şi de bancă plătitoare;
- *indirect*, în sensul că desemnează o altă bancă să efectueze plata. Această bancă desemnată să efectueze plata în numele ei se numeşte bancă plătitoare sau după caz, negociatoare.

d. O altă bancă, denumită şi banca corespondentă, situată, de regulă, în ţara exportatorului, este banca prin care banca emitentă transmite textul acreditiv documentar spre a fi comunicat beneficiarului AD, exportatorul. În funcţie de modul în care se efectuează plata şi de tipul de acreditiv ales de parteneri pentru efectuarea acesteia, banca corespondentă poate îndeplini funcţia de:

- *Bancă notificatoare sau avizatoare:* în cazul în care plata documentelor are loc la banca emitentă sau plata e domiciliată la o terţă bancă, banca notificatoare îndeplineşte rolul unui simplu intermediar, manipulator de documente. Ea anunţă exportatorul de deschiderea AD, primeşte de la exportator documentele şi le transmite băncii plătitoare. Ea primeşte un comision de notificare / preluare de documente

- *Bancă plătitoare:* în cazul în care plata este făcută de o altă bancă decât banca emitentă, banca plătitoare poate fi situată în ţara exportatorului sau într-o terţă ţară. Prin instrucţiunile primite de la banca emitentă, ea este autorizată: să plătească exportatorului documentele prezentate, în strictă concordanţă cu termenele şi condiţiile din AD, să remită documentele băncii emitente, iar aceasta să-i ramburseze suma plătită.
- *Banca trasă / acceptantă:* când plata urmează să se facă prin cambii trase asupra unei bănci, banca asupra căreia au fost trase cambiile şi care, la scadenţă, le va achita, se numeşte bancă trasă. Banca trasă primeşte documentele însoţite de cambii de la exportator, acceptă cambiile şi i le restituie, iar documentele le remite importatorului sau băncii emitente. La scadenţă, banca trasă achită cambiile beneficiarului.
- *Bancă negociatoare:* este banca desemnată să negocieze efectele de comerţ emise şi acceptate în cadrul mecanismului de plată prin acreditiv de către banca emitentă sau de importatorul însuşi.
- *Banca confirmatoare* este banca care, la angajamentul de plată asumat de banca emitentă, adaugă propriul ei angajament, egal ca valoare şi condiţii. În cazul în care banca emitentă nu îşi onorează angajamentul de plată, banca confirmatoare va efectua ea plata. Banca confirmatoare poate fi banca din ţara exportatorului, respectiv banca plătitoare sau o bancă dintr-o terţă ţară.
- *Banca rambursatoare* reprezintă banca desemnată şi / sau autorizată să asigure rambursul în conformitate cu o autorizaţie de ramburs emisă de banca emitentă
- *Banca* solicitantă reprezintă o bancă care plăteşte, se obligă la un angajament de plată diferată, acceptă trate sau negociază în cadrul unui acreditiv documentar şi prezintă o cerere de ramburs băncii rambursatoare.

Ca tehnică de plată, acreditivul prezintă câteva caracteristici, şi anume:

- *Formalismul:* generat de setul de documente implicat în efectuarea plăţii;
- *Independenţa* faţă de relaţia contractuală de bază
- *Fermitatea angajamentului bancar* din partea băncii emitente;
- *Adaptabilitatea* la multitudinea de operaţiuni comerciale internaţionale;
- *Siguranţa* efectuării plăţii generată de numărul de intermediari implicaţi şi de mecanismul specific de plată;
- *Complexitatea* relativ ridicată a operaţiunii;
- *Costul ridicat* generat de comisioanele percepute de bănci (comisioane de acceptare, de negociere, de confirmare, de plată).

În executarea acreditivului documentar sunt utilizate o serie de documente, cel mai frecvent utilizate fiind: *documentele comerciale de identificare cantitativă, calitativă şi valorică a mărfurilor livrate* (factura externă emisă de exportator, factura consulară – vizată sau legalizată de reprezentanţa diplomatică a ţării importatorului din ţara exportatorului, factura proformă – "de reformare" sau "provizorie", transmisă de exportator înaintea livrării mărfurilor), *documentele de transport* (conosamentul maritim sau fluvial, duplicatul scrisorii de trăsură internaţională pentru transportul feroviar, scrisoarea de trăsură internaţională pentru traficul rutier, scrisoarea de

transport aerian, dovada sau adeverinţa unei case de expediţii internaţionale, în situaţia în care mărfurile livrate nu au greutatea sau volumul necesar ocupării unui vagon întreg), *documentele de asigurare*, în cazul în care condiţia de livrare din contract prevedea ca obligaţie a exportatorului de a asigura mărfurile pe parcurs internaţional (poliţa sau certificatul de asigurare, notele de acoperire, certificate de asigurare provizorii*), documentele care atestă calitatea, cantitatea şi originea mărfurilor* (proces verbal de recepţie calitativă şi cantitativă a mărfurilor, buletinul de analiză, certificatul fito-sanitar şi sanitar veterinar, certificatul de garanţie, certificatul de origine, lista de colisaj).

În raport cu anumite caracteristici în derulare şi utilizare, termenul de acreditiv documentar este însoţit de una sau mai multe sintagme care îl definesc. Acestea se referă la : formă , modul de utilizare, clauze speciale conţinute, folosirea combinată de către beneficiar.

După forma lor acreditivele pot fi: revocabile şi irevocabile neconfirmate sau confirmate. *Acreditivul revocabil* poate fi modificat sau anulat de banca emitentă în orice moment, fără nici o avizare prealabilă a beneficiarului. De exemplu, un exportator avizat de deschiderea unui AD, îşi pregăteşte marfa pentru expediţie şi, pe acest interval primeşte fără o avizare prealabilă , modificarea sau anularea acreditiv documentar primit iniţial in acest punct de vedere şi ca urmare a riscurilor pe care le incumbă, acreditiv documentar revocabil este foarte rar utilizat. Dreptul de revocare, anulare sau modificare se stinge în momentul în care plata a fost făcută, iar după efectuarea acesteia, banca emitentă este obligată să ramburseze banii băncii plătitoare, nemaiputând aduce nici o modificare.

Acreditivul irevocabil presupune angajamentul ferm al băncii emitente de a efectua plata în favoarea beneficiarului, cu condiţia ca documentele prezentate de acesta să fie strict conforme cu termenii AD. Un acreditiv documentar irevocabil nu poate fi modificat sau anulat de ordonator fără acordul băncii emitente, băncii confirmatoare şi al beneficiarului şi semnifică pentru beneficiar o certitudine privind plata. In cazul *acreditiv documentar irevocabile neconfirmate* banca emitentă îşi asumă întreaga responsabilitate privitoare la plată. In cazul în care domicilierea plăţii este la altă bancă decât cea desemnată, această precizare nu constituie nici un angajament pentru aceasta să plătească. Banca desemnată este obligată să comunice expres beneficiarului acceptul său de a efectua plata, în caz contrar ea nefiind obligată la aceasta.

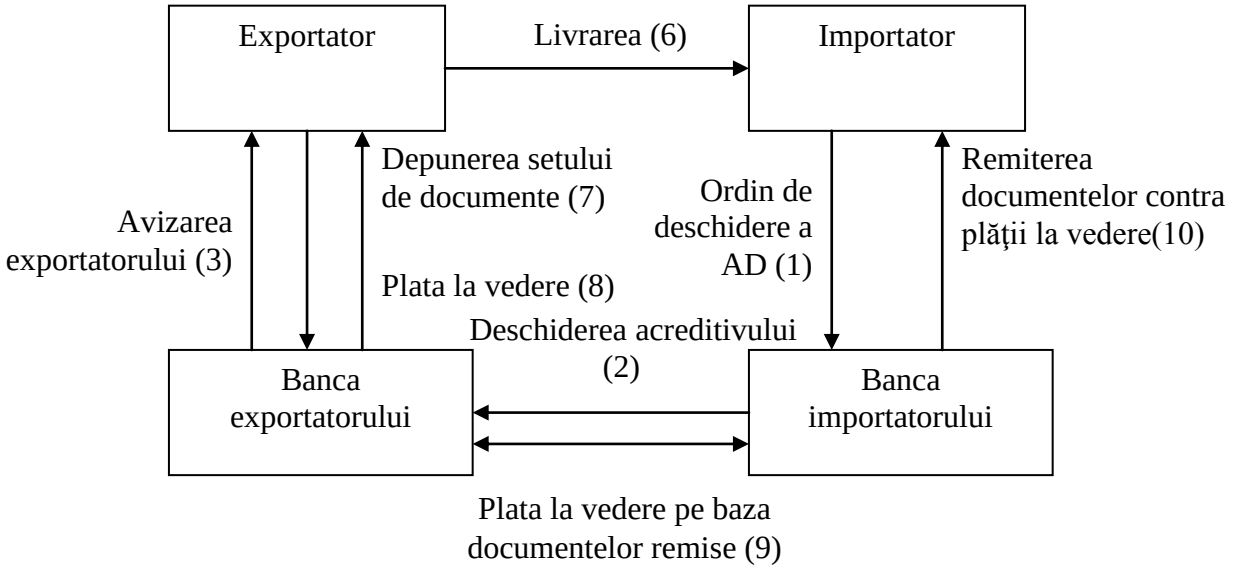
Dacă o altă bancă a efectuat pata, banca emitentă este obligată să îi ramburseze banii contra documentelor primite. Dacă o altă bancă desemnată prin acreditiv documentar nu acceptă cambiile trase asupra sa sau nu le plăteşte la scadenţă pe cele acceptate , banca emitentă este obligată să accepte cambiile şi, respectiv , să le plătească la data scadentă. Dacă plata este prin negociere, banca emitentă este obligată fără drept de recurs împotriva trăgătorilor, să plătească cambiile trase de beneficiar şi documentele prezentate în cadrul AD, negociate de banca desemnată.

În concluzie, în cazul acreditiv documentar irevocabil neconfirmat, banca emitentă este singura angajată ferm la plată. acreditiv documentar *irevocabil confirmat* este acela la care angajamentului ferm al unei bănci emitente se adaugă un angajament de plată independent şi ferm al unei terţe bănci-banca confirmatoare. Aceasta se realizează pe baza unei autorizări sau la cererea bănci emitente, cuprinse în textul AD. Dacă banca solicitată să îşi adauge confirmarea nu este pregătită pentru aceasta ea trebuie să informeze banca emitentă în timp util. In caz de modificare a acreditiv documentar , banca confirmatoare poate să accepte sau nu extinderea confirmării şi asupra acreditiv documentar modificat.

După modul de utilizare acreditivele pot fi:

- cu plata la vedere
- cu plată diferată
- cu plată prin acceptare
- cu plată prin negociere

AD cu plata la vedere se utilizează în cazul în care partenerii au convenit ca plata mărfurilor să se facă îndată după expedierea lor. Utilizarea unui astfel de acreditiv documentar implică faptul ca importatorul în ordinul de deschidere al acreditivului să facă menţiunea "plata la vedere" sau "plata 100% la vedere", informaţie preluată de banca emitentă în deschiderea AD. La primirea AD, exportatorul expediază marfa şi întocmeşte documentele conform condiţiilor din acreditiv documentar apoi le depune spre încasare. Banca desemnată cu plata, după verificarea documentelor şi stabilirea concordanţei cu acreditiv documentar le plăteşte, iar documentele sunt remise băncii emitente.



Mecanismul plăţii prin acreditiv cu plata la vedere

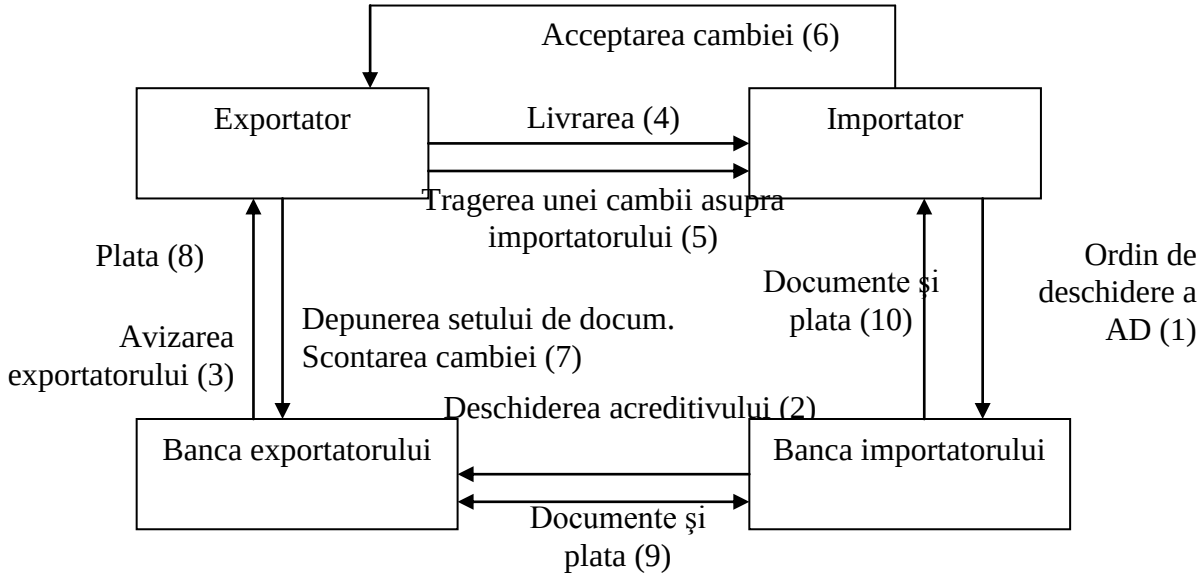
Acreditivul cu plată diferată se caracterizează prin aceea că plata documentelor, deşi se realizează integral, nu se face în momentul prezentării acestora la bancă de către exportator, ci la o dată ulterioară, menţionată expres în textul AD. Plata diferată se efectuează, de regulă, la 30-60 zile, de la prezentarea documentelor.

Pentru exportator, înseamnă o vânzare pe credit pe termen scurt (30-60 zile), deci la negocierea preţului se are în vedere şi dobânda sumelor imobilizate în marfă; Importatorul intră în posesia documentelor, deci şi a mărfii, înainte de plata lor. Băncile, în baza unui acreditiv documentar cu plată diferată adesea acordă credite sub formă de avans exportatorului în contul încasării viitoare a AD. (AD, dat fiind angajamentul ferm de plată al unei bănci, conferă siguranţa încasării banilor).

Acreditivele cu plată prin acceptare sunt utilizate în cazul vânzărilor pe credit pe termene scurte şi foarte scurte între 60-180 zile. Elementul caracteristic este faptul că întotdeauna setul de

documente cuprinde una sau mai multe cambii trase asupra băncii importatorului sau asupra importatorului însuşi, iar plata contravalorii mărfurilor se face la scadenţa cambiei.

În deschiderea unui astfel de acreditiv se menţionează expres "plata prin acceptare la x zile" iar odată cu depunerea documentelor ce atestă expedierea mărfii, exportatorul prezintă la banca plătitoare şi o cambie cu scadenţa corespunzător numărului de zile precizat în AD. Banca plătitoare verifică conformitatea documentelor cu acreditiv documentar şi dacă sunt în bună ordine, acceptă cambia şi o restituie exportatorului iar documentele le remite băncii emitente care, la rândul ei, le dă importatorului. La scadenţă, exportatorul prezintă cambia băncii, iar aceasta o achită. Acest tip de acreditiv reprezintă pentru exportator o vânzare pe credit a mărfii, o facilitate pe care a acordat-o importatorului.



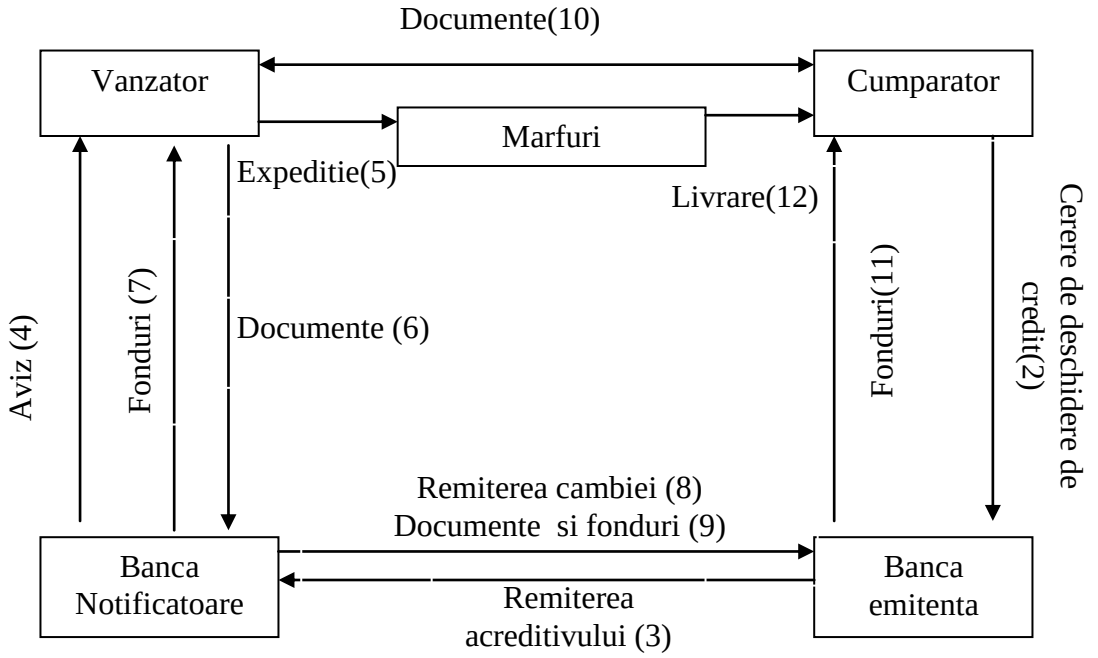
Mecanismul plăţii cu acreditiv prin acceptare

Exportatorul poate să sconteze cambia la banca sa sau la o terţă bancă transformând exportul cu plată diferată într-un export cu plată la vedere. sconteze la banca sa, transformând o vânzare pe credit într-o vânzare cu plata la vedere. Importatorul are posibilitatea derulării de afaceri cu fonduri reduse (poate vinde marfa şi apoi poate achita exportul), poate realiza un import de materii prime fără să fie obligat să le plătească imediat. Acceptul dat pe cambie de bancă (accept bancar) constituie o garanţie a plăţii acesteia la scadenţă şi, de aici, posibilitatea scontării cambiei la banca exportatorului. Cambiile se trag de trăgător, exportator, asupra băncii acceptante (trase) sau asupra băncii emitente. Dacă sunt trase asupra ordonatorului, băncile le vor trata ca pe simple acte adiţionale

Acreditivul cu plata prin negociere este denumit şi scrisoare comercială de credit fiind utilizat cu precădere în ţările de drept bancar anglo-saxon.

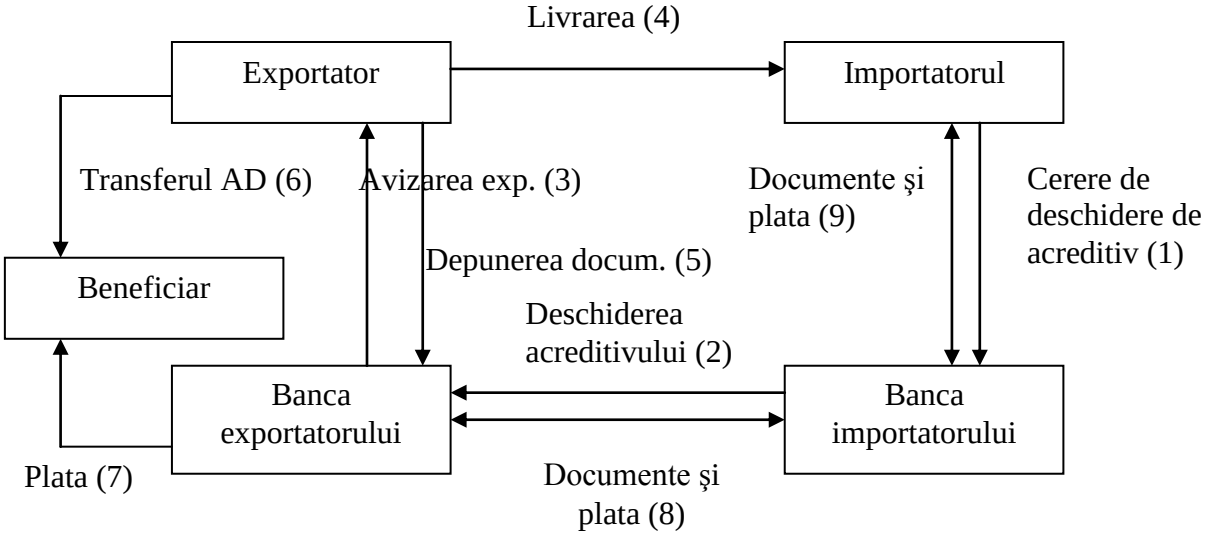
Acest acreditiv se caracterizează prin faptul că este deschis de banca emitentă, cel mai adesea în moneda locală a propriei ţări. Utilizarea acestei scrisori presupune întotdeauna o cambie (sau mai multe), trasă de beneficiar asupra băncii emitente sau asupra unui alt tras (altă bancă) indicat în textul acreditivului, plata cambiilor fiind garantată de banca emitentă. Acreditivele cu plată prin negociere sunt întotdeauna domiciliate la banca emitentă. Deoarece domicilierea acestui acreditiv la banca importatorului constituie un dezavantaj pentru exportator, în practică, banca emitentă autorizează alte bănci să "negocieze" documentele.

După clauzele conţinute acreditivele pot fi: transferabile, reînnoibile, cu clauză roşie (red clause) şi de compensaţie (reciproce şi stand–by).



Mecanismul plăţii cu acreditiv prin negociere

Utilizat cu precădere în operaţiunile de intermediere, *acreditivul documentar transferabil* este un acreditiv în virtutea căruia beneficiarul (primul beneficiar) are dreptul să solicite băncii însărcinate cu plata / acceptarea / negocierea, să îl facă utilizabil, în totalitate sau parţial, pentru unul sau mai mulţi beneficiari secunzi.



Mecanismul plăţii cu acreditiv transferabil

Partenerii pot conveni plata prin *acreditiv documentar reînnoibil* în cazul unor contracte externe de valori mari şi cu livrări eşalonate în timp. Caracteristic acestuia este faptul că toate livrările sunt acoperite de unul şi acelaşi AD. Plăţile se fac după fiecare livrare şi aceasta este tratată de bănci ca o livrare independentă; de regulă, plata se face la vedere. După efectuarea unei plăţi, valoarea acreditiv documentar se reîntregeşte automat, de unde şi numele „revolving". Acest acreditiv poate fi de două tipuri: - *cumulative* în sensul că valoarea mai mică încasată pentru livrări mai mici poate fi recuperată prin livrări ulterioare mai mari, desigur fără a se depăşi valoarea de ansamblu a acreditivului şi *necumulative* când utilizarea acreditiv documentar nu se poate face decât în limita valorică strict stabilită în acreditiv documentar pentru fiecare tranşă de marfă livrată.

O abatere de la regula plată contra documente care atestă îndeplinirea unor obligaţii asumate de beneficiar o reprezintă *acreditivul documentar cu clauză roşie* care permite ca încasarea banilor să se facă înaintea prezentării documentelor ce atestă expedierea mărfii. Documentul ce se solicită la acordarea avansului este, de regulă, o scrisoare angajament prin care beneficiarul acreditiv documentar se angajează să nu utilizeze banii decât pentru procurarea mărfii în discuţie şi că va restitui suma şi dobânda aferentă în caz de neexpediere a mărfii precum şi că va respecta termenul limită până la care trebui să prezinte băncii documentele de expediţie ale mărfii. In cazul acreditiv documentar cu clauză roşie banca plătitoare este întotdeauna situată în ţara exportatorului. Acest tip de acreditiv documentar constituie, în fond, o modalitate prin care importatorul îl finanţează pe exportator fără să perceapă dobândă. În realitate, dobânda este luată în considerare la negocierea preţului (mai mic). acreditiv documentar clauză roşie se utilizează: în cazul operaţiunilor de intermediere, când exportatorul are mai mulţi furnizori locali care trebuie plătiţi imediat ce marfa a fost cumpărată sau în activitatea de producţie destinată exportului, când producătorul nu are resurse financiare să producă marfa, iar importatorul este interesat în produsele respective şi îl finanţează în acest mod.

Acreditivele documentare de compensaţie sunt utilizate, după cum le spune şi numele, în cazul operaţiunilor de contrapartidă din comerţul internaţional (barter, compensaţii, reexport). Tranzacţia prin compensaţie – marfă contra marfă – este asociată de obicei cu o tehnică-comercial bancară care să protejeze pe unul sau pe ambii parteneri împotriva eventualelor riscuri. Într-o operaţiune de compensaţie ambii parteneri au dubla calitate de importator şi de exportator. Ei convin să facă un schimb de mărfuri, echivalente valoric , într-un anumit interval de timp. Compensaţia se poate realiza prin schimb de documente direct firmă la firmă sau printr-un canal bancar, băncile percepând doar comision de manipulare documente. Riscurile cele mai mari în astfel de operaţiuni comerciale sunt determinate de faptul că marfa a fost expediată, iar plata, compensaţia în mărfuri sunt la latitudinea celui de al doilea exportator. Diminuarea acestor riscuri se poate realiza prin utilizarea acreditivelor de compensaţie sub forma: acreditivelor reciproce sau acreditivelor stand by.

Tranzacţiile derulate prin *acreditive documentare reciproce* presupun ca cei doi parteneri să îşi deschidă reciproc câte un AD. Astfel, fiecare dintre ei este în acelaşi timp ordonator şi beneficiar, această dublă calitate ordonator şi beneficiar de acreditiv rezultă din însăşi esenţa compensaţiei, fiecare partener având dubla ipostază de exportator / importator. Partenerul solicitat să accepte "plata" mărfii sale printr-o altă marfă şi nu în bani, este cel care dictează condiţiile operaţiunii de compensaţie şi implicit şi a derulării acreditivelor reciproce.

Aceste condiţii se regăsesc în faptul că: va cere "plata înainte", în sensul că partenerul va livra mărfurile primul şi el le va livra al doilea, întotdeauna el va fi primul care ordonă deschiderea

acreditivului documentar şi în deschiderea de AD, pe care o va realiza în acest scop, precizează clauzele speciale care definesc gradul de protecţie împotriva riscurilor amintite, şi, în mod special pentru primul exportator. In acest context, cel de-al doilea acreditiv deschis se conformează instrucţiunilor precizate de primul acreditiv. Întotdeauna acreditiv documentar reciproce sunt irevocabile şi corelate din punct de vedere valoric (în cazurile în care compensaţia nu este integrală, diferenţa se acoperă prin plata în valută, menţiune ce trebuie să se regăsească în textul acreditivului documentar) şi temporal (acreditivele documentare se deschid aproape simultan, stabilind termenele de livrare, prezentare de documente cât mai apropiate, astfel ca perioada de "creditare" acordată de primul exportator să fie cât mai mică). Acreditivele reciproce conţin adesea clauze speciale de plată cum ar fi: clauza "de intrare în vigoare" (se caracterizează prin faptul că utilizarea primului acreditiv deschis în favoarea primului partener este condiţionată de deschiderea de către acesta a celui de al doilea acreditiv), sau clauza "de valoare" (contravaloarea primului acreditiv deschis nu este pusă efectiv la dispoziţia beneficiarului, ci plata se consideră făcută când însuşi ordonatorul primului acreditiv a depus documentele privind exportul său în compensaţie).

Faţă de celelalte tipuri , *acreditivul documentar "stand - by"* are o funcţie diferită şi anume aceea de garantare a efectuării plăţii de către partenerul extern. Banca emite un acreditiv "stand - by" la solicitarea unui client (ordonatorul), care trebuie să ofere partenerului de contract (beneficiarul), o garanţie că dacă el nu-şi va îndeplini obligaţia asumată prin contractul comercial, ea, banca îl va plăti, despăgubindu-l băneşte. Astfel, diferenţa dintre un astfel de acreditiv şi un acreditiv obişnuit este dată de faptul că beneficiarul lui nu apelează la utilizarea acreditiv documentar decât în măsura în care ordonatorul nu şi-a îndeplinit obligaţia asumată prin contract.

Cazurile în care se foloseşte acest tip de acreditiv documentar sunt : restituirea avansului de către exportator importatorului în cazul rezilierii contractului, plata contravalorii mărfurilor livrate, dacă importatorul nu plăteşte mărfurile cumpărate, banca care a emis acreditiv documentar "stand-by" va plăti în locul său, plata ratelor scadente la un credit, garantarea participării la licitaţii; buna executare a contractului. Avantajul acreditivului "stand-by" este legat de posibilitatea garantării independente a unei plăţi prin angajamentul ferm de plată al unei bănci şi de adaptibilitatea la diferite obligaţii de plată ale exportatorului sau importatorului altele decât cele ce privesc compensaţiile. Dezavantajul utilizării unui astfel de acreditiv este determinat de atitudinea băncilor care sunt prudente în emiterea acreditiv documentar "stand-by", tratându-le ca pe garanţii, selectează atent pentru cine şi în favoarea cui garantează, respectiv le emit şi de faptul că acest instrument ridică implicit costul operaţiunii de compensaţie, comparativ cu schimbul direct de documente.

În funcţie de folosirea combinată, acreditivul poate fi de două tipuri: subsidiar (back–to–back) şi cesionabil.

În cazul *acreditivului subsidiar* este vorba de două acreditive distincte, unul de import al unei mărfi şi un altul de export al aceleiaşi mărfi, ambele domiciliate la aceeaşi bancă, banca intermediarului operaţiunii. Deşi cele două acreditiv documentar sunt total independente , ele sunt corelate valoric şi din punct de vedere a termenelor de către firma intermediară. : acreditiv documentar de export are o valoare şi un preţ unitar mai mare şi o valabilitate mai îndelungată, în timp ce cel de import are o valoare şi un preţ unitar mai mic şi o valabilitate, inclusiv termen de expediţie care să se încadreze în termenele acreditiv documentar de export (mai scurte). În ceea ce priveşte confidenţialitatea operaţiunii de regulă, exportatorul real nu cunoaşte importatorul

final. În baza primului acreditiv deschis în favoarea firmei intermediare banca acceptă să deschidă al doilea acreditiv documentar în favoarea unui terţ exportator având drept garanţie primul acreditiv. În acest context, intermediarii por realiza afaceri fără să avanseze propriile fonduri pentru deschiderea celui de al doilea acreditiv documentar.

Riscurile operaţiunilor subsidiare pentru intermediar izvorăsc din posibilitatea abandonării unilaterale a afacerii de către unul din cei doi parteneri sau nerespectarea condiţiilor şi termenelor din cel de-al doilea acreditiv de către exportatorul real. Derularea unei plăţi prin acreditiv documentar subsidiar comparativ cu acreditivul documentar transferabil prezintă unele avantaje cum ar fi faptul că importatorul final nu ştie că exportatorul, partenerul său din contract este un intermediar, că mărfurile pot fi procurate de la diverşi furnizori din străinătate sau din ţară, fără să existe o restricţie sau că cel de-al doilea acreditiv documentar, cel de import, poate conţine clauze suplimentare care să asigure eficienţa operaţiunii, în timp ce transferul unui acreditiv nu se poate face decât în termeni acreditivului de bază.

Acreditivul documentar cesionabil presupune posibilitatea de cedare a acreditivului în favoarea unui terţ (beneficiar). Prin cesiune sunt transferate toate drepturile ce reveneau beneficiarului iniţial (exportatorul), noului beneficiar (cesionarul). Acesta din urmă preia şi riscurile aferente (riscul de neplată în principal).

Cesionarea sumelor se poate face către unul sau mai mulţi terţi, putând fi modificată sau anulată dacă situaţia o impune. Pentru efectuarea acestei operaţiuni este necesară întocmirea unui document – Declaraţie de cesiune, prin care se cere băncii plătitoare cedarea unei sume din AD deschis în favoarea sa, în favoarea unui terţ numit (sau mai multora). Acest AD se poate utiliza atât în operaţiunile de intermediere, respectiv beneficiarul AD produce el marfa, cât şi de către producători-exportatori care prin cesionare pot achita subfurnizorii pentru diferite materiale sau subansamble livrate.

Din ansamblul acestor instrumente de garantare şi plată internaţionale se distinge prin complexitatea şi avantajele sale acreditivul documentar ca modalitate de plată ce oferă un grad ridicat de securitate atât pentru interesele importatorului (livrarea mărfii în condiţiile şi termenele convenite) cât şi pentru interesele exportatorului (siguranţa plăţii). Pentru aceste avantaje acreditivul documentar este preferat în multe cazuri incasso-ului şi ordinului de plată chiar dacă este mai costisitor. Pe de altă parte, reglementările în materie de acreditiv documentar – standardizate în mare măsură la nivel mondial, îl fac preferabil şi în faţa garanţiilor de plată greu de controlat datorită lipsei unor uzanţe internaţional – general acceptate (garanţiile intrând sub incidenţa sistemelor naţionale de drept ce conţin prevederi neuniforme). Toate acestea justifică locul pe care acreditivul documentar îl ocupă în decontarea tranzacţiilor internaţionale - peste 70% ca pondere.

Scrisorile de credit

Sunt variante ale AD care se utilizează îndeosebi în ţarile de bancară anglo-saxonă (Marea Britanie, Japonia, Australia, etc). ele au apărut în SUA unde băncile naţionale nefiind autorizate de legislaţia federală se emită garanţii, au recurs la adaptări - prin formula scrisorii de credit (care impune utilizarea efectelor de comerţ în mecanismul plăţii)

Scrisoarea de credit comercială

S/C comercială reprezintă un document prin care banca emitentă se angajează în mod irevocabil faţă de exportator să onoreze cambiile trase asupra de către acesta, fie prin plată (dacă tratele

sunt la vedere), fie prin acceptare (dacă tratele sunt la termen) cu condiţia ca, odată cu tratele, să fie prezentate în termen şi documentele menţionate în scrisoarea de credit, prin care se atestă expedierea mărfii.

S/C comercială este domiciliată întotdeuna în străinătate (la sediul băncii emitente din ţara importatorului sau dintr-o ţară terţă). Aşadar exportatorul acordă un credit importatorului chiar şi când tratele sunt la vedere (el trebuind să aştepte ca documentele şi cambiile să ajungă la sediul băncii emitente, şi apoi circuitul în sens invers al banilor). În cazul tratelor la termen ele pot fi scontate de exportator la o bancă din ţara sa (după acceptarea lor de către banca emitentă a S/C).

Pentru ca exportatorul să încaseze imediat contravaloarea mărfurilor el poate negocia cambiile cu scadenţa la vedere sau la termen, însoţite de documente, la o bancă autorizată în acest sens (banca negociatoare) sau la oricare bancă (în cazul S/C liber negociabile). Negocierea constă în "cumpărarea" cambiilor spre a fi "vândute" băncii emitente (a se vedea AD cu plata prin negociere).

Aşadar, particularităţile S/C comerciale sunt:

- utilizarea prin cambii trase de exportator asupra băncii emitente;
- domicilierea în străinătate (la sediul băncii emitente - sediul trasului conform dreptului cambial);
- posibilitatea unui decalaj între momentul emiterii S/C şi momentul acoperiri cu fonduri a angajamentului de plată (mai avantajos pentru importatori - în conformitate cu AD);
- S/C sunt adresate direct exportatorului (trebuie depuse de acesta la banca sa pentru verificarea autenticităţii lor şi a bonităţii băncii emitente).

Scrisoarea de credit simplă şi scrisoarea de credit circulară

Scrisoarea de credit simplă şi scrisoarea de credit circulară sunt adaptări ale AD respectiv ale S/C la operaţiuni necomerciale (turism, călătorii, etc). Particularitatea acestor modalităţi de plată o constituie faptul că, ordonatorul şi beneficiarul S/C sunt una şi aceeaşi persoană.

S/C simplă: ordonatorul solicită băncii sale (la care un disponibil în cont din rezerve propii sau dintr-un credit obţinut în prealabil) să adreseze un astfel de document unei bănci corespondente (nominalizată), situată într-o ţară terţă.

S/C circulară este adresată mai multor bănci corespondente băncii emitente din aceiaşi ţară sau din ţări diferite, nominalizate sau nenominalizate (bănci plătitoate).

În posesia unei S/C simple sau circulare, ordonatorul se poate prezenta la ghişeele oricărei bănci nominalizate (sau nu) în S/C şi să solicite pe baza acesteia plata unei sume (pentru care a fost emisă S/C). Această plată se face fie contra semnării unei chitanţe de către posesorul S/C (beneficiar), fie trăgând un cec sau o cambie în numele băncii emitente, fie contra prezentării unui decont de cheltuieli (în cazul călătoriilor de afaceri). După ce banca plătitoare eliberează suma contra unuia dintre aceste două documente, va remite documentul respectiv spre încasare. Banca plătitoare face plăţile solicitate având drept garanţie angajamentul asumat de banca emitentă prin S/C că va remite sumele respective pe baza dovezii plăţilor.

Disponibilul în cont al ordonatorului nu are valoarea provizionului ca în cazul ceculi ci mai degrabă este un rezultat al relaţiilor dintre banca emitentă şi ordonatorul S/C. În mod firesc, S/C simple şi circulare sunt emise de bănci emitente numai clienţilor cu bonitate cunoscută. Orice

S/C are un anumit termen de valabilitate, care îi permite posesorului utilizarea ei numai în intervalul respectiv (ca şi în cazul unui AD obişnuit).

Scrisoarea de credit a importatorului

În unele ţări din Asia de Sud-Est se utilizează o variantă a S/C aşa-numită "S/C a importatorului", care se particularizează prin următoarele:

- este o promisiune de plată a importatorului;
- se transmite exportatorului prin banca importatorului, fără însă ca acesta să-şi asume însă vreun angajament de plată deşi este abilitată să facă plata;
- plata se face direct de importator, prin banca sa, la primirea documentelor de la exportator.

În ţările în care se aplică acest tip de S/C, băncile, deşi nu îşi asumă nici un angajament de plată, la cererea de remitere a S/C în străinătate solicită importatorilor constituirea unui depozit în monedă naţională echivalent al unui procent (40 % în Indonezia) din valoarea S/C, calculat la cursul în vigoare la data respectivă între moneda locală şi valuta S/C.

Această este păstrată de bancă într-un cont special, pe numele importatorului, şi poate fi utilizată numai pentru marfă care formează obiectul S/C (la livrări parţiale numai pentru plata ultimei livrări). Diferenţa (în exemplul dat 60 %) urmează a fi depusă de importator ulterior, în orice moment până la sosirea documentelor.

Acest tip de S/C poate fi utilizat numai cu parteneri de încredere, întrucât în fond, reprezintă un tip de incasso garantat cu proporţia depozitului constituit iniţial la bancă.

Desigur, banca exportatorului, la prezentarea documentelor, este obligată să plătească contravaloarea lor în valută, urmând să-şi recupereze diferenţa în cazul în care importatorul nu a depus-o. De aceea, însăşi băncile din aceste ţări selectează cu grijă importatorii locali care apelează la "mercant's letter of credit".

Scrisoarea de credit cu clauză roşie

În literatura de specialitate, dar mai ales în practica comercială din ţările Asiei de Sud-Est şi Extremului Orient, noţiunea de AD clauză roşie este asimiliată noţiunii de *paking credit* (credit de ambalare - în operaţiuni de intermediere - în sensul că beneficiarul cumpără marfa şi o va ambala pentru expediţie) sau *anticipatory credit* (credit anticipat în sensul plăţii anticipate faţă de momentul expediţiei mărfii). Deoare în majoritatea acestor ţări se foloseşte sistemul anglo-saxon al S/C (*letter of credit*), *paking credit* şi *anticipatory credit* sunt de fapt, S/C clauză roşie.

Acest tip de S/C presupune că banca din ţara exportatorului este împuternicită de banca emitentă (a importatorului) să avanseze exportatorul, înainte de livrarea şi expedierea mărfii, o anumită sumă de bani (adesea sub forma negocierii de bilete la ordin non - documentare trase în valuta S/C de către beneficiarul S/C). Din punct de vedere al garantării materiale a avansului primit de exportator în practică se utilizează:

- paking credit - red clause (garantat) în care exportatorul prezintă băncii negociatoare, fie o recipisă de depozit (*warehouse receipt*) ca dovadă a faptului că o marfă în valoare egală este depozitată fie o recipisă de încredere (*trust receipt*), sau alte forme de garantare (cesiuni de drepturi, drept de gaj, etc). Indiferent de forma garantării, suplimentar,

exportatorul trebuie în scris să-şi asume obligaţia de a prezenta documentele de export la timp;

- paking credit - green clause (negarantat) în care avansul este acordat numai contra obligaţiei scrise a exportatorului de a prezenta documentele de export la timp.

Pentru a delimita clar obligaţiile băncii negociatoare, de a acorda avansul garantat sau negarantat (în funcţie de gradul de încredere dintre exportator şi importator) ordonatorul va preciza expres tipul de paking credit: red clause sau green clause.

Scrisoare de credit stand-by

S/C stand-by este o adaptare a AD pentru a substitui garanţiile bancare de tip european în ţări în care utilizarea acestor nu este permisă prin lege (a se vedea paragraful 3.4.5. - AD stand by).

5.4. Transferul internaţional al mesajelor în mecanismul de decontări şi plăţi. Sistemul SWIFT.

Indiferent de natura tranzacţiei sau a persoanei fizice sau juridice care a ordonat transferul internaţional fondurilor, acesta se poate realiza prin: transfer letric prin posta (par avion), transfer telegrafic sau transfer prin sistemul SWIFT.

Transferul letric: Din punct de vedere istoric este primul utilizat de bănci si, in esenţa, consta in transmiterea fizica a înscrisului printr-un mijloc de transport de la o banca la alta. Documentul in sine conţine toate detaliile referitoare la cine a ordonat plata, in favoarea cui se va plăti suma, suma de plata, moneda si, după caz, alte detalii etc. In prezent, transferul letric se realizează, cel mai adesea par avion. In practica abrevierilor specific bancare se utilizează MT (Mail Transfer) sau, după caz AMT (Air Mail Transfer). Pe scara transferului este cel mai ieftin, dar cel mai puţin rapid.

Transferul telegrafic: A început a fi utilizat de bănci la scurt timp după descoperirea telegrafiei, odată cu noile realizări tehnice in domeniu: transmiterea prin cablu, iar in prezent prin telex sau fax. Abreviat TT (Telegrafic Transfer)constituie o modalitate mult mai rapida de transmitere a informaţiilor privind transferul fondurilor decât transferul letric, si bineînţeles mai scumpa. In esenţa, conţine aceleaşi detalii ca si transferul letric.

Transferul prin sistemul SWIFT constituie o tehnica *computerizata* de transmitere a mesajelor. Intr-o abordare simpla, este similar transferului telegrafic sau prin telex, cu particularităţile determinate de sistemul computerizat integrat care il defineşte si securitatea absoluta a transmiterii informaţiilor. Expresia SWIFT, utilizata adesea in practica ca un termen in sine, reprezintă de fapt abrevierea pentru Society for Worldwide Interbank Financial Telecomunications societate constituita in 1973, prin asocierea a 239 de banci din diferite tari, cu sediul la Bruxelles si care a devenit operaţională începând cu 1977.

Transmiterea mesajelor in sistem SWIFT se poate realiza:

- cu prioritate *normal*, sau ordinar aceasta înseamnă ca mesajele sunt transmise in ordinea introducerii lor in sistem;
- cu prioritate *urgent*, un mesaj ce poarta o astfel de menţiune este întotdeauna transmis înaintea tuturor ce fac parte din grupa normale; dar si cele urgente, daca sunt mai multe, sunt transmise in ordinea introducerii lor. Ca procedura de

ansamblu, mesajele cu prioritatea urgent pot fi asemănate cu transferurile telegrafice;

- cu prioritate *sistem*, sunt mesaje cu circuit limitat, fiind generate si transmise numai pe calculatoarele societăţii SWIFT pentru transmiterea unor informaţii de importanţă majoră, si care sunt, din nou recepţionate de toate băncile care au aderat la SWIFT.

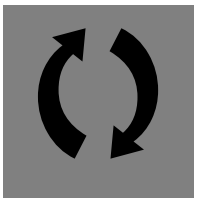
Avantajele pe care le prezintă sistemul SWIFT

- *siguranţa* (toate tehnicile şi sistemele computerizate privind introducerea, prelucrarea si transmiterea informaţiei pe cele patru planuri prezentate mai sus sunt echipate cu programe de detectare si corecţie a erorilor);
- *rapiditate* (timpul de transmitere a unui mesaj durează câteva secunde, fiind mult mai rapid decât transmiterea prin telex, curier poştal etc.);
- *cost* (costurile transmiterii sunt diferenţiate in functie de perioada transmiterii si dublarea transmiterii prin confirmare. Fiecare banca stabileşte un preţ acoperitor fata de SWIFT si propriile costuri. Dintre tehnicile de transmitere rămâne totuşi cea mai scumpă).
- *fiabilitate* (sistemul este astfel conceput încât accesul si transmiterea mesajelor se pot realiza neîntrerupt)

Reţeaua cuprinde patru *centre de comutare* dintre care doua la Amsterdam si cate unul la Bruxelles si Culpeper (localitate in SUA, statul Virginia) la care sunt conectate grupuri de tari. Ordinatoarele de la centrul de comutare comunica intre ele asigurând transmiterea mesajelor *numai prin intermediul lor.*

Astfel doua bănci nu pot comunica direct, fiind interzisa dialogarea directa. In afara de aceste patru centre de comutare, sistemul include in al doilea plan, aşa numitele *concentratoarele naţionale*, al căror rol este de "a aduna" mesajele dintr-un spaţiu geografic dat. Astfel, de exemplu, in tari cu volum important de mesaje, pot exista mai multe concentratoare, după cum, mai multe tari cu trafic redus in reţea pot fi conectate la acelaşi concentrator naţional. Al treilea plan al reţelei este format de ordinatoarele cu rol de supraveghere a terminalelor instalate în băncile care au aderat la reţeaua SWIFT.

În concluzie, dezvoltarea schimburilor internaţionale a pus tot mai acut problema asigurării unui comportament ordonat al ţărilor în desfăşurarea relaţiilor valutar financiare şi a plăţilor dintre ele. În prezent pe baza acestor reglementări uniforme au fost create o serie de mecanisme complexe de plată menite să reducă riscul din aceste operaţiuni financiare. Beneficiind de un grad ridicat de flexibilitate, aceste mecanisme pot fi aplicate unei palete largi de operaţiuni comerciale sau de altă natură.



Întrebări de sinteză

1. *Ce reprezintă cambia şi care sunt principalele funcţii îndeplinite de aceasta în derularea plăţilor internaţionale ?*
2. *În ce constă mecanismul plăţii prin incasoo documentar ?*
3. *În ce constă mecanismul plăţii prin acreditiv documentar ?*
4. *Care sunt diferenţele între incasoo şi acreditivul documentar ?*
5. *Care sunt principalele tipuri de acreditive utilizate în plăţile internaţionale după modul de utilizare (sau de realizare a plăţii) ?*
6. *Ce este un acreditiv transferabil şi prin ce diferă acesta de acreditivul subsidiar ?*
7. *Care sunt avantajele şi dezavantajele plăţii prin acreditiv documentar şi incasso ?*
8. *Ce reprezintă ordinul de plată şi ce dezavantaje prezintă acesta pentru plăţile internaţionale ?*
9. *Care este diferenţa dintre o scrisoare de credit şi acreditivul documentar ?*

De studiat

1. *Studiaţi care este gradul de utilizare al acreditivului în ţara noastră, precum şi câteva probleme în implementarea şi dezvoltarea acestui mecanism de plată printre exportatorii români.*
2. *Completaţi o cerere de deschidere de acreditiv din poziţia unui importator român.*
3. *Studiaţi care este gradul de utilizare al acreditivului în ţara noastră, precum şi câteva probleme în implementarea şi dezvoltarea acestui mecanism de plată printre exportatorii români.*

Teste grilă rezolvate

1. Nu poate fi folosit pentru plăţi la vedere:

a. *Cecul;*
b. *Cambia;*
c. *Incasoo documentar;*
d. *Biletul la ordin;*
e. *Ordinul de plată.*

2. Nu poate avea caracter documentar (să presupună documente ce trebuie depuse de exportator):

a. *Ordinul de plată;*
b. *Acreditivul;*
c. *Incasso;*
d. *Cecul.*

3. Nu poate fi folosit pentru plăţi la termen:

a. *Cecul;*
b. *Acreditivul documentar;*
c. *Incasso documentar;*
d. *Biletul la ordin;*
e. *Cambia.*

4. Cea mai riscantă formă de plată pentru exportatori dintre cele de mai jos este:

a. *Ordinul de plată;*
b. *Cambia;*
c. *Acreditivul documentar;*
d. *Incasso documentar;*
e. *Cecul garantat.*

5. Cea mai ieftină formă de plată dintre cele de mai jos este:

a. *Acreditivul documentar;*
b. *Ordinul de plată;*
c. *Cecul barat;*
d. *Incasso documentar;*
e. *Scrisoarea de credit comercial „stand by”.*

Răspunsurile la testele grilă: 1 – d; 2 – d; 3 – a; 4 – a; 5 – b.

Timp de lucru estimat: 3 ore

Unitatea 6: Creditul internaţional

Obiectivele vizate:

Prin parcurgerea acestei unităţi de studiu studenţii vor fi în măsură să:

- *Înţeleagă rolul creditului internaţional în dezvoltarea afacerilor locale şi internaţionale;*
- *Să cunoască principalele tipuri de creditare pe termen scurt;*
- *Să descopere principalele mecanisme de creditare pe termen mediu şi lung pe pieţele financiare internaţionale;*
- *Să înţeleagă ce înseamnă şi care sunt tehnicile speciale de creditare.*

În relaţiile financiar - valutare internaţionale, operaţiunile de creditare ocupă al doilea loc ca volum total după obligaţiuni. Creditul extern rămâne în continuare o opţiune demnă de luat în considerare de către entităţile publice sau private care au nevoie de resurse pentru derularea unor operaţiuni comerciale sau pentru finanţarea unor proiecte de investiţii. Practica ultimilor ani a dezvoltat o serie de mecanisme de creditare externă specifice care implică un număr însemnat de consorţii bancare şi de alţi intermediari financiari (instituţii de garantare, societăţi de asigurare, companii de finanţare, bănci de investiţii etc.).

Practica internaţională a dezvoltat în timp o serie de mecanisme de creditare mai mult sau mai puţin complexe, destinate mobilizării de fonduri necesare derulării operaţiunilor comerciale internaţionale sau finanţării unor proiecte de investiţii. Există în prezent o multitudine de variante de creditare pe orizonturi diferite de timp care vizează importurile sau exporturile sau operaţiuni mai complexe, unele fiind utilizate în faza de iniţiere, altele intervenind în faza derulatorie.

În funcţie de orizontul de timp creditele externe pot fi sistematizate astfel:

A. Tehnici de creditare pe termen scurt;

B. Tehnici de creditare pe termen mediu şi lung;

C. Tehnici speciale de creditare.

6.1. Creditarea pe termen scurt

Are în vedere obţinerea de sume pe termen scurt destinate demarării producţiei destinate exportului sau promovării acestuia pe noi pieţe. Principalele tipuri de credite incluse în această categorie sunt:

- Creditele de prefinanţare;
- Creditele de export.

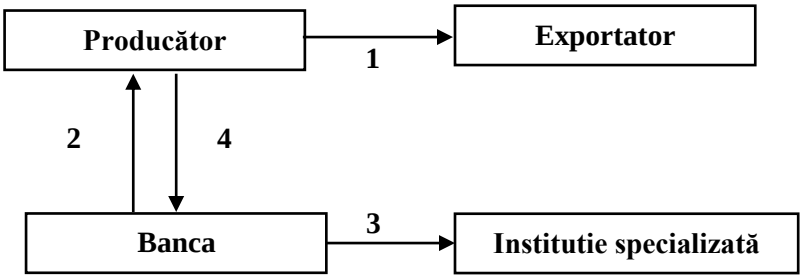
Prefinanţarea exporturilor se realizează prin:

- *Avansul in cont curent* reprezintă o facilitate acordată de bănci firmelor în cazul unor mari fluctuaţii periodice a soldului conturilor personale. In acest caz, se stabileşte o limită până la care

firmele pot trage cecuri asupra contului lor, indiferent daca nu au disponibilităţi, banca onorându-le la plată. Asemenea acorduri sunt făcute de bănci cu clienţi solvabili, cu o situaţie cunoscuta si cu o anumita ritmicitate a încasărilor.

- *Creditele in cont curent* reprezintă o înţelegere intre o banca si un client, prin care convin ca, in limita unui plafon stabilit, de regula, anual, clientul sa poată utiliza din contul curent personal sume de bani, chir daca in cont nu mai exista disponibilităţi, dobânda urmând a se aplica numai asupra sumelor efectiv folosite. Aceasta tehnica se poate derula şi între două bănci: banca finanţatoare acceptă să acorde astfel de credite în contul curent al băncii importatorului, plata documentelor prezentate de exportator realizându-se indiferent daca in contul băncii importatorului exista sau nu disponibilităţi. Banca finanţatoare se bazează integral atât pe credibilitatea financiara a clientului, cit si pe integritatea si renumele acestuia. După cum este de aşteptat, aceasta tehnica este utilizata atunci când banca si clientul sau dispun de o experienţa comuna legata si de o încredere reciprocă. In ciuda riscurilor implicate, tranzacţiile în cont curent s-au extins, in special in tarile industrializate.

- *Creditele de prefinanţare specializate* au în vedere susţinerea financiară a exporturilor complexe (de valoare mare) prin acordarea unor credite producătorilor / exportatorilor de bunuri cu grad înalt de prelucrare (echipamente, utilaje). În cazul în care procesul de fabricaţie presupune şi participarea mai multor sub-furnizori, aceştia din urmă pot solicita, la rândul lor, credite de prefinanţare în sume proporţionale cu ponderea activităţii ce le revine. Creditele de prefinanţare specializate au rolul de a acoperi necesarul de lichidităţi la producător atunci când avansul primit de la cumpărător la semnarea contractului nu este acoperitor sau când apar probleme de acoperire a cheltuielilor pe parcursul fabricaţie. Mărimea creditului este fixată în baza unui plan general de finanţare în care apar toate avansurile primite de exportator la semnarea contractului şi în timpul perioadei de fabricaţie, cât şi cheltuielile de producţie.



1 - Contract de export cu o firmă;
2 - Contract de credit cu o bancă specializată;
3 - Refinanţare de pe piaţa monetară locală sau de la o instituţie financiară specializată
4 - Rambursarea creditului.

Creditul de prefinanţare poate atinge 100% din suma descoperită determinată pe baza planului, iar durata acestuia corespunde cu cea a creditului descoperit. Băncile care se implică într-un astfel de proces se refinanţează ulterior de la o instituţie guvernamentală sau direct de pe piaţa monetară. Avantajele utilizării creditelor de prefinaţare sunt următoarele: permit obţinerea rapidă de lichidităţi pentru producător, fluidizarea fluxurilor financiare, acoperă integral valoarea exportului, susţine exportul unor partizii mari de mărfuri.

- *Creditele de prospectare* sunt acordate pe o perioadă de până la un an, direct exportatorilor de instituţii financiare specializate (guvernamentale), în vederea pătrunderii pe pieţe noi şi consolidării poziţiei pe aceste pieţe. Mecanismul este asemănător creditelor de prefinanţare, această tehnică de finanţare putând fi considerată o formă agresivă şi eficientă de promovare a exporturilor.

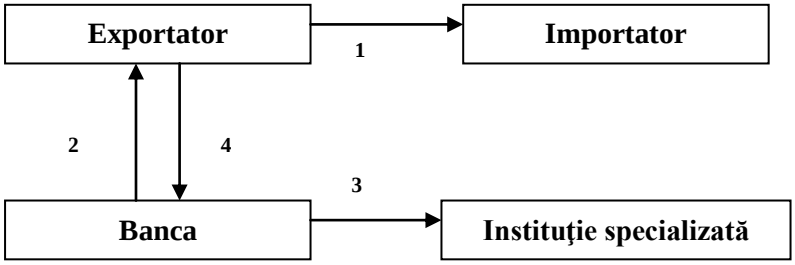
Creditele de export

În această categorie intră toate categoriile de avansuri în valută acordate de diverse instituţii financiare (avansul pe bază de documente, avansul în valută, avansul pe baza de cesiune de creanţe) dar şi creditele de scont sau creditele de accept. Spre deosebire de prefinanţarea exporturilor când exportatorul poate să-şi recupereze integral contravaloarea exporturilor, creditele de export presupun recuperarea parţială a sumelor de către companiile exportatoare.

- *Creditul bancar direct* presupune încheierea unui acord între exportator şi banca sa privind acordarea unui credit pe termen scurt în anumite conditii referitoare la termen şi rata dobânzii. Creditul este remis direct de către bancă în contul curent al exportatorului.

- *Creditele in cont deschis* reprezintă o înţelegere între o bancă şi un client (exportatorul), prin care convin ca, în limita unui plafon stabilit, de regulă anual, clientul să poată utiliza din contul curent sume de bani, chiar dacă în cont nu mai există disponibilităţi, dobânda urmând a se aplica numai asupra sumelor efectiv folosite. Această tehnică se poate derula şi între doua bănci: banca exportatorului acceptă să acorde astfel de credite în contul curent al băncii importatorului, plata documentelor prezentate de exportator realizându-se indiferent dacă în contul băncii importatorului există sau nu disponibilităţi. În acest caz, banca exportatorului se bazează integral atât pe credibilitatea financiară a clientului, cât şi pe integritatea si renumele acestuia. După cum este de aşteptat, aceasta tehnica este utilizata atunci când banca si clientul sau dispun de o experienţa comună legată şi de o încredere reciproca. In ciuda riscurilor implicate, tranzacţiile in cont curent s-au extins, in special in tarile industrializate.

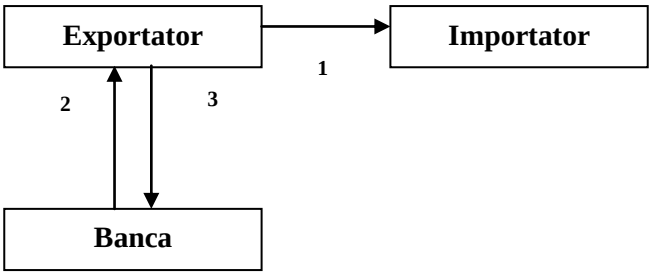
- *Avansul pe baza documentelor de mărfuri* se acordă exportatorului pe baza setului de documente care atestă livrarea mărfurilor către importator. Acordarea avansului se poate face pe baza unui set de documente stabilit precis de către banca finanţatoare sau se poate face doar în baza unui document care să ateste gajul mărfurilor ce fac obiectul exportului, în speţă recipisa - warant, obţinută de la cărăuş sau de la depozitarul mărfurilor destinate exportului.



1 - Contract de export import / livrarea mărfurilor la export;
2 - Contract de credit cu o banca specializata / prezentarea setului de documente;
3 - Refinanţare de pe piaţa monetara locala sau de la o instituţie financiara specializata
4 - Rambursarea creditului.

Suma acordată de bancă acoperă numai în parte (maxim 80 %) din contravaloarea exporturilor. O astfel de formă de finanţare se adresează exportatorilor ce livrează partizii mari de mărfuri pe pieţele externe.

- *Avansul în valută* presupune încheierea unui contract de import export, cu termen de livrare de până la un an. Odată livrată marfa, exportatorul împrumută de la bancă o sumă în valută, echivalentă cu valoarea creanţelor de încasat de la importator, mai puţin dobânda aferentă. Exportatorul poate primi suma în valută sau poate primi echivalentul în moneda naţională, suma fiind schimbată la vedere pe piaţa valutară. Odată obţinută suma, aceasta poate fi reinvestită în vederea derulării unor noi exporturi. În alegerea acestei variante de finanţare, un rol fundamental il are dobânda aferentă creditelor în valută în care este denominat exportul.



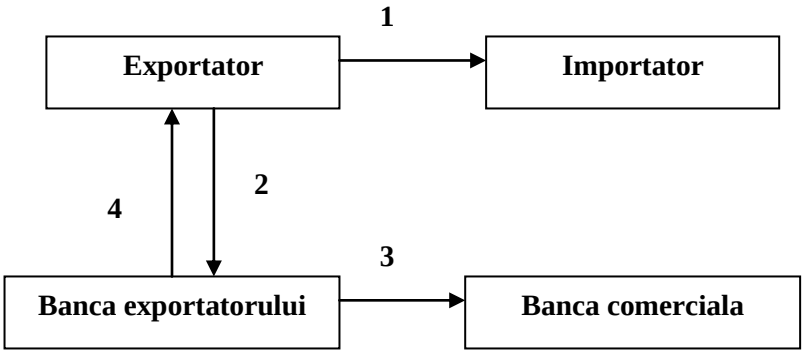
1 - Contract de export import / livrarea mărfurilor la export;
2 - Credit cu o bancă specializată în valuta în care este denominat exportul;
3 - Rambursarea creditului în valută la scadenţă, din suma încasată din export.

La scadenţă, creditul va fi rambursat integral din ceea ce se încasează din operaţiunea de export, rambursarea făcându-se în valută sau în monedă naţională după caz.

- *Avansul prin cesiunea de creanţă* presupune acordarea unui credit exportatorilor de către o bancă pe baza cesiunii creanţelor în valuta deţinută de aceştia asupra unor parteneri externi. Cesionarea creanţelor se realizează la o valoare mai mică, suma încasată de exportatori fiind diminuată cu marja instituţiei creditoare. Cesiunea de creanţă este mecanismul care stă la baza factoringului.

- *Creditul de scont* are în vedere ansamblul titlurilor de creanţă ce însoţesc vânzarea pe credit la export: cambie, bilet la ordin, acreditive etc. Practic, prin scontare se înţelege vânzarea acestui titlu de creanţă înainte de scadenţă unei bănci. Valoarea încasată înainte de scadenţă depinde de numărul de zile rămase până la scadenţă şi de nivelul taxei scontului.

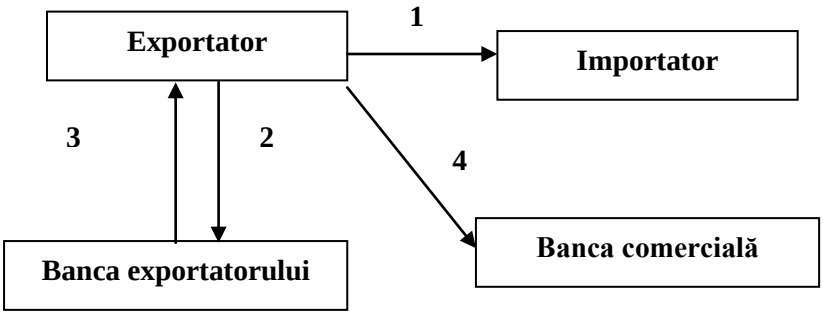
Scontarea presupune mobilizarea de resurse în valută sau în monedă naţională de pe piaţa monetară locală, de la o bancă comercială sau chiar de la banca centrală. Pentru a evita dezavantajul pe care îl conferă faptul ca vânzarea pe credit e transformată într-o vânzare cu plata la livrare, de cele mai multe ori exportatorii includ în preţ şi o marjă suplimentară care să le acopere costul scontării.



1 - Contract de export / import şi acceptarea unei cambii trasă de exportator;
2 - Depunerea cambiei la banca exportatorului;
3 - Scontarea efectului de comerţ pe piaţa monetară locală (la o altă bancă);
4 - Plata exportatorului.

- *Creditul de accept* constă în încheierea unui contract de export de către o companie, urmând ca apoi exportatorul în calitate de trăgător şi beneficiar să solicite o cambie băncii sale. Odată acceptată această cambie, exportatorul poate să-şi încaseze în avans parţial contravaloarea exportului direct de la banca emitentă a cambiei sau prin scontarea acesteia la o altă bancă comercială.

Aceste credite sunt strâns legate de operaţiunile de comerţ exterior cu plată diferată, exigibilitatea creanţei faţă de importator nedepăşind termenul de 3 – 6 luni. Pentru a creşte siguranţa unei operaţiuni de export cu plată diferată, exportatorii preferă utilizarea acestor mecanisme de finanţare pe baza acceptării unei cambii din partea băncii importatorului sau exportatorului. Acceptul din partea băncii exportatorului este o formă activă de promovare a exporturilor unei ţări.



1 - Contract de export / import;
2 - Solicitarea unei cambii de către exportator băncii sale;
3 - Acceptarea cambiei de către banca exportatorului;
4 - Scontarea efectului de comerţ pe piaţa monetara locala (la o alta banca);

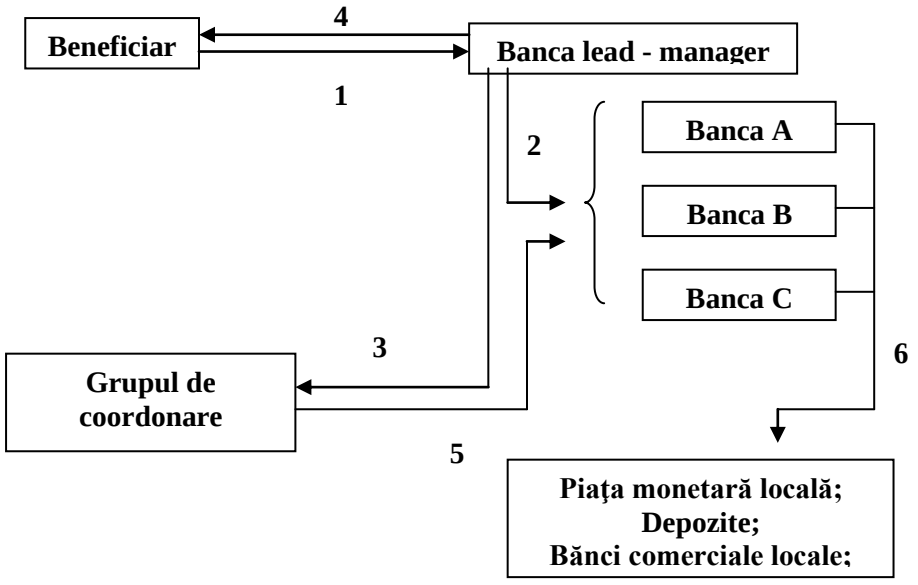
Costul acestui credit încorporează taxa scontului şi un comision de acceptare. Pe de altă parte, există şi situaţia în care banca acceptantă - conform condiţiilor stipulate în convenţia de credit - acceptă cambii trase asupra sa în favoarea importatorului. Aceste cambii sunt destinate să achite exportatorului (prin plata la vedere) sumele datorate aferente importurilor efectuate, importatorul

rămânând debitor faţă de bancă, asumându-şi costul creditului de accept. Prin utilizarea acestui credit, exportatorul transferă riscul de neplată către banca acceptantă, sumele încasate înainte de scadenţă putând fi utilizate pentru derularea de noi exporturi. Avantajul importatorului în cazul creditului de accept este acela că el poate avea un acces sporit pe pieţele externe iar datorită faptului că documentele sunt dublate de acceptul băncii, importatorul poate fi asigurat asupra expedierii mărfurilor.

6.2. Creditarea pe termen mediu şi lung

În cazul exporturilor de mare valoare, a exporturilor complexe, ca si a unor forme de cooperare industrială, se apelează la tehnicile de creditare pe termen mediu si lung. Aceste tehnici de creditare permit mobilizarea de pe pieţele financiare internaţionale prin intermediul unor mecanisme specifice a unui volum important de fonduri cu implicarea unui număr mare de intermediari financiare (bănci comerciale, instituţii financiare specializate publice sau private). Creditarea pe termen mediu şi lung în comerţul exterior se realizează în principal prin operaţiuni de creditare complexe: credite externe de pe euro-pieţe (eurocredite), credite sindicalizate, credite paralele, credite back - to - back, creditul furnizor, creditul cumpărător etc.

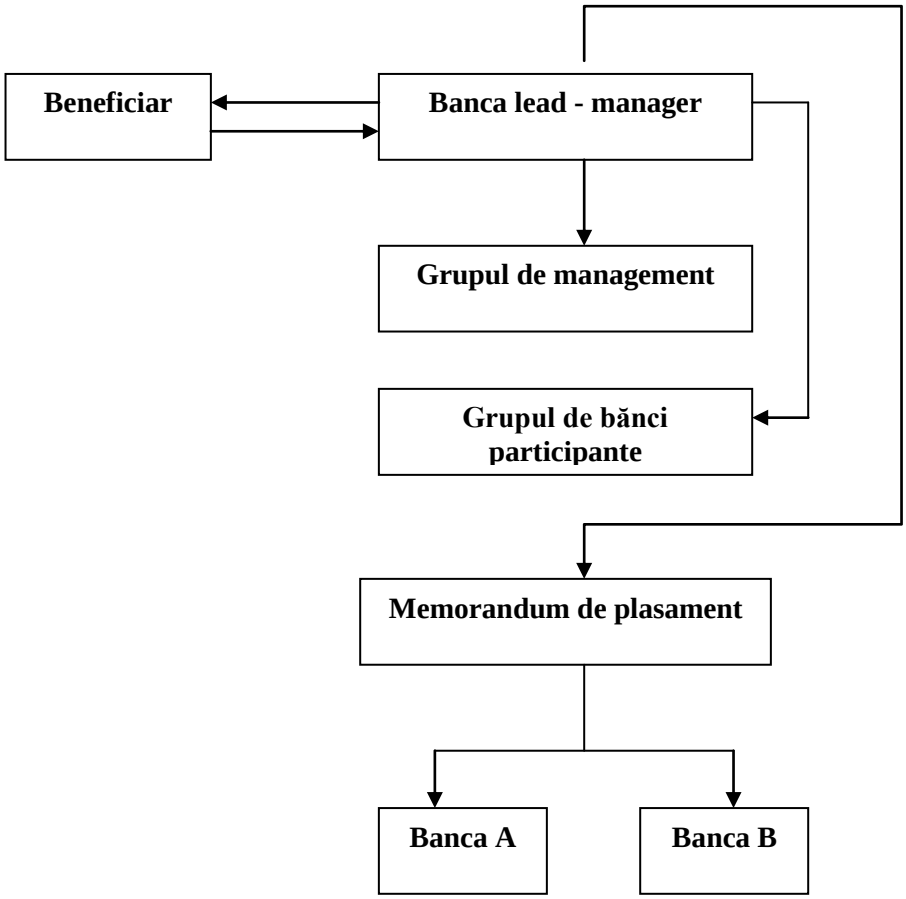
- *Eurocreditele* sunt creditele obţinute de pe piaţa financiară internaţională denominate în altă monedă decât cea a ţării de emisiune (de exemplu denominate în dolari şi acordate de un consorţiu de bănci europene). Mecanismul acestei tehnici de finanţare este complex, eurocreditarea fiind iniţiată de beneficiar care se va adresa şi va încheia un contract de credit cu o bancă de prestigiu care va coordona şi va purta responsabilitatea întregii operaţiuni - banca "lead - manager". Un rol important în stabilirea condiţiilor de acordare a creditului îl au grupul de coordonare şi consorţiu de bănci comerciale.



1 - Încheierea unui contract de credit cu o banca de prestigiu - lead manager;
2 - Constituirea consorţiului bancar;
3 - Constituirea grupului de coordonare;
4 - Stabilirea condiţiilor creditului;
5 - Stabilirea sumelor subscrise de băncile din consorţiu bancar;
6 - Atragerea de fonduri de pe piaţa monetara, depozite, investitori privaţi sau bănci comerciale.

După constituirea consorţiului bancar şi a grupului de coordonare şi după stabilirea condiţiilor de creditare (termene, dobânzi, modalităţi de rambursare), băncile comerciale implicate vor trece la mobilizarea de fonduri de pe pieţele financiare locale pe care le vor remite prin intermediul băncii lider beneficiarului. Consorţiu bancar este o grupare temporară de bănci fără personalitate juridică cu rol în mobilizarea de fonduri pe termen scurt ce sunt transformate prin intermediul acestui mecanism într-u credit pe termen mediu sau lung (creditele revolving). O formă particulară a eurocreditelor este creditul "roll - over" ce presupune creditarea cu o rată variabilă de dobândă calculată pe baza unei dobânzi de referinţă (LIBOR) la care se adaugă un procent calculat pe baza riscului (rating) pe care-l prezintă compania beneficiară.

- *Creditul sindicalizat* este o altă tehnică de finanţare internaţională pe termen mediu şi lung, frecvent utilizată în comerciale internaţionale. Şi această tehnică presupune contactarea unei bănci puternice care va constitui un grup de management format dintr-un număr de bănci de renume, Spre deosebire de eurocreditare, în cazul creditului sindicalizat responsabilitatea pentru întreaga operaţiune şi-o asumă grupul de management. În plus banca lider şi grupul de management vor subscrie pentru mai mult de jumătate din masa totală a creditului (maxim 60 %).

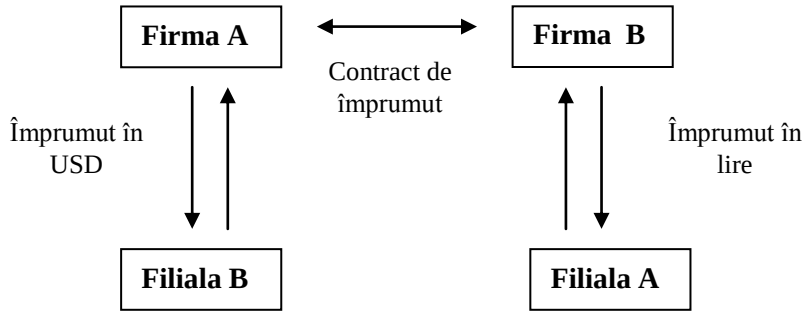


1 - Contract de credit cu o banca lead manager sau un consorţiu bancar de co-manageri;
2 - Stabilirea grupului de management (din bănci);
3 - Stabilirea listei de bănci participante;
4 - Stabilirea condiţiilor creditului;
5 - Publicarea memorandumului de plasament;
6 - Obţinerea de fonduri de la alte bănci.

Pentru restul fondurilor solicitate, grupul de management va constitui un grup de bănci participate care va întocmi un memorandum de plasament (un fel de cerere de ofertă) adresat băncilor comerciale ce acţionează pe piaţa financiară internaţională. Dacă vor fi de acord cu condiţiile stipulate în memorandumul de acord, aceste bănci vor intra în creditul sindicalizat

obligându-se să procure şi să remită fondurile pentru care au subscris. În final, sumele solicitate vor fi acoperite integral. Deoarece riscurile şi responsabilităţile sunt distribuite între mai multe bănci şi pentru că o mare parte din masa creditului este acordată direct de băncile din consorţiu bancar, creditul sindicalizat este uneori mai puţin riscant şi mai ieftin decât eurocreditele.

- *Creditele paralele* sunt o consecinţă a intensificării tranzacţiilor comerciale şi internaţionale din ultimele decenii. Mecanismul unor asemenea credite este relativ simplu: să presupunem cazul unei companii americane A cu o filială în Marea Britanie şi o companie britanică B cu o filială în Statele Unite. Filiala companiei britanice are de achiziţionat un echipament de pe piaţa americană pentru care are de plătit o sumă în dolari, filiala companiei americane are de plătit o sumă echivalentă în lire furnizorilor săi. Între companiile A şi B se va încheia un contract de credit paralel, prin care firma americană va credita în dolari filiala firmei britanice şi firma britanică va credita în lire filiala firmei americane. Ambele credite vor rula în paralel în aceleaşi condiţii şi pentru sume echivalente, fiind purtătoare de dobânzi. Dobânzile la cele două credite se vor negocia direct între cei doi parteneri, rolul acestora fiind de a acoperi modificarea în timp a cursului de schimb dolar / liră.



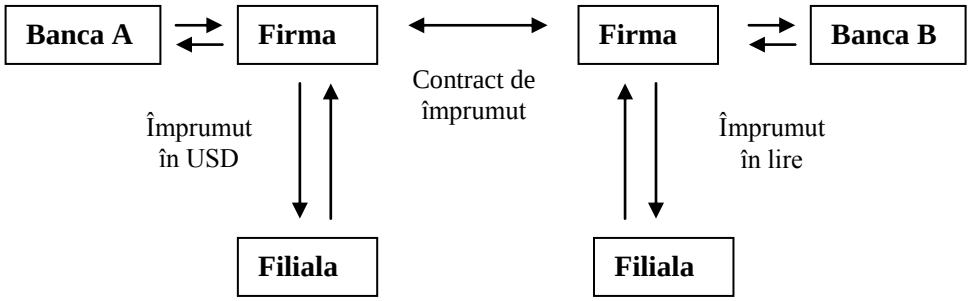
Limite ale finanţării prin împrumuturi paralele:

- operaţiunea se înregistrează în bilanţul ambelor companii având impact asupra situaţiei financiare (ex. gradul de îndatorare va creşte)
- dobânzile se negociază direct între părţi (este fundamentală în acest caz puterea de negociere între cei doi parteneri precum şi capacitatea acestora de a aprecia corect evoluţia viitoare a cursului de schimb şi a ratelor de dobândă pe piaţa financiară internaţională).

- *Creditele „back to back”* au la bază un principiu asemănător creditelor paralele. Firma americană A se poate împrumuta mai bine în dolari de pe piaţa financiară locală decât o poate face firma britanică în timp ce aceasta se poate împrumuta mai bine în lire sterline. Pentru a finanţa în condiţii mai avantajoase filialele lor, firmele în cauză se adresează băncilor locale, obţinând credite de valoare echivalentă şi în aceleaşi condiţii de creditare (aceleaşi termene şi acelaşi tip de rambursare).

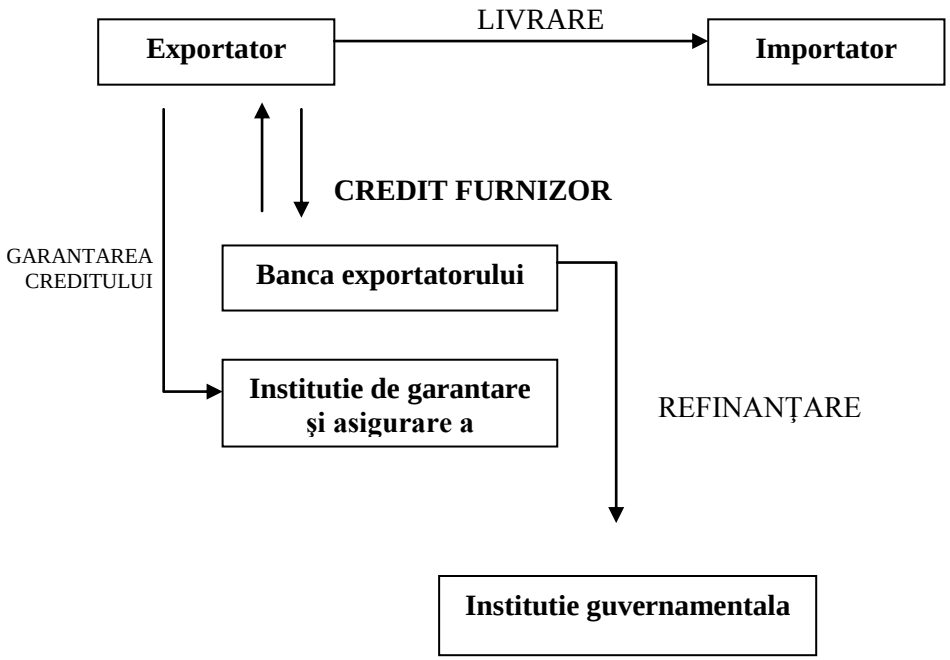
După ce încheie un contract de credit "back to back", companiile mamă vor transfera cele două credite filialelor, adică compania americană va acorda un credit în dolari filialei companiei britanice şi compania britanică va acorda un credit în lire filialei companiei americane.

Dobânzile aferente celor două credite sunt de regulă identice cu dobânda percepută de băncile locale, însă pot să şi difere.



Diferenţa dintre dobânzi este destinată să acopere pierderile din modificarea nefavorabilă a cursului de schimb. Spre deosebire de creditele paralele, creditele "back to back" nu mai presupun negocierea ratelor de dobândă, mecanismul de creditare fiind racordat la piaţa financiară. Chiar dacă efectul bilanţier este nul pentru că pasivele create de împrumuturile contractate local sunt compensate în totalitate de activele generate de creanţele faţă de filiale, unii indicatori bilanţieri pot cunoaşte o modificare nefavorabilă (de exemplu capacitatea de îndatorare globală sau capacitatea de îndatorare la termen).

- *Creditul furnizor* este un credit acordat direct furnizorului (exportatorului) de către o bancă sau de o instituţie financiară specializată. Practic, după încheierea contractului de import / export, exportatorul va livra marfa şi va amâna plata acesteia pe o perioadă determinată de timp, oferind astfel un credit în marfă importatorului.

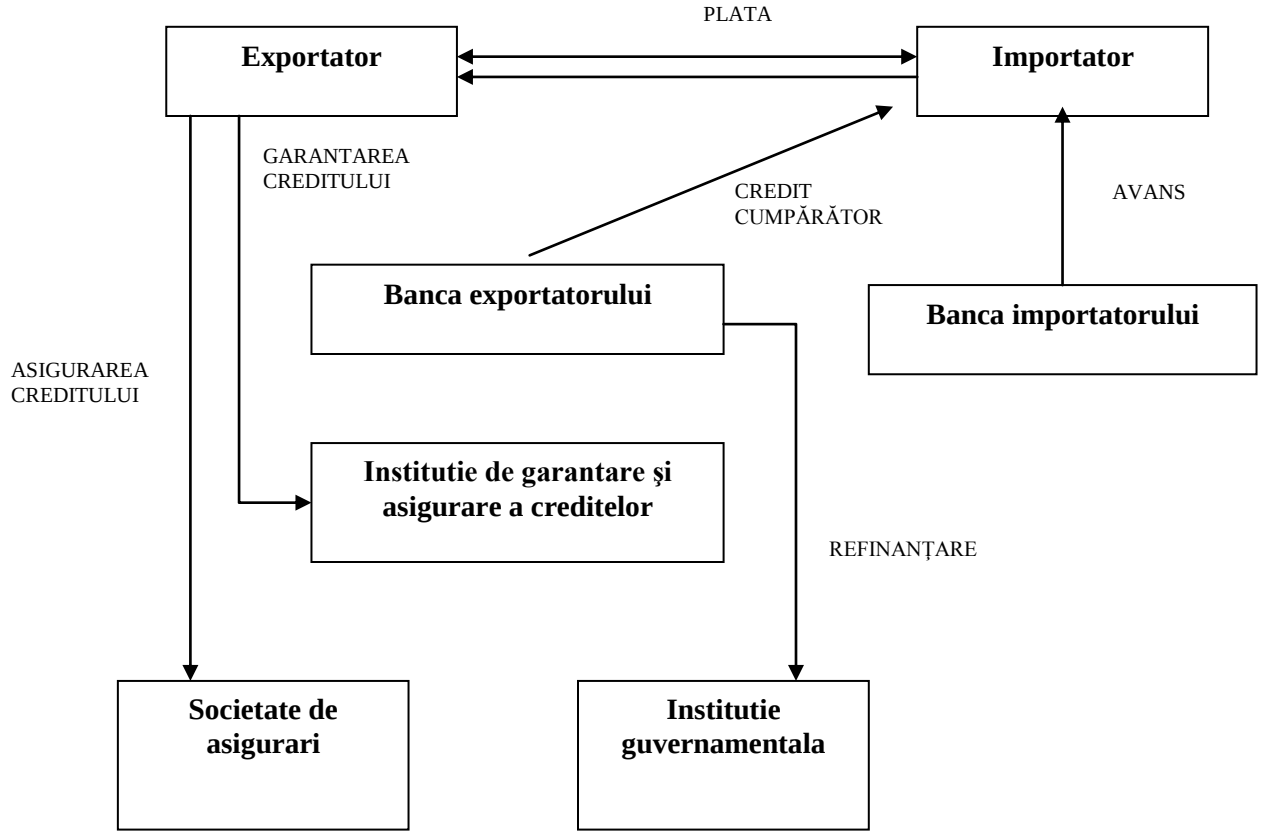


Pentru a-şi recupera contravaloarea exportului, exportatorul se va adresa băncii sale care în baza unui set de documente va acorda un credit acestuia. Banca exportatorului se va adresa ulterior unei instituţii specializate ce va acorda un credit în condiţii preferenţiale băncii finanţatoare a

creditului furnizor. Această tehnică este o formă indirectă de promovare a exporturilor bazată pe acordarea unui credit cu dobândă subvenţionată importatorului printr-un mecanism complex.

Deoarece creditul de bază este acordat exportatorului de o bancă din ţara sa, acest credit necesită doar o asigurare a creditului la o instituţie de asigurări specializată (de exemplu COFACE di Franţa). Creditul furnizor are astfel avantajul că este mai ieftin, decât creditul cumpărător. În absenţa unei instituţii publice cu rol în promovarea exporturilor, exportatorul va include în preţul de ofertare costul propriei finanţări (dobânzi şi comisioane bancare).

- *Creditul cumpărător* se acordă de către o bacă din ţara exportatorului direct importatorului, prin intermediul unui mecanism specific. Odată încheiat contractul de import - export, importatorul se va adresa unei bănci de renume din ţara sa şi va solicita pe cheltuiala sa o scrisoare de garanţie bancară. Odată obţinută aceasta, importatorul poate plăti un avans de până la 15 % din contravaloarea importurilor efectuate, avansul fiind plătit exportatorului. Pentru restul sumei, importatorul va fi creditat de o bancă din ţara exportatorului, care acordă creditul cumpărător şi îl plăteşte pe loc pe exportator pentru suma rămasă.



Creditul cumpărător nu va fi acordat înainte de asigurarea acestuia la o instituţie specializată de asigurare a creditelor. Deoarece creditul cumpărător se asigură şi se şi garantează (de o bancă garant din ţara importatorului) costul total al acestuia este mai mare decât în cazul creditului furnizor. Ambele tipuri de credite sunt folosite pentru finanţarea unor tranzacţii comerciale de valoare mare (de exemplu importul de echipament şi tehnologie), durata de acordare a acestor credite explicând încadrarea lor în categoria tehnicilor de finanţare pe termen mediu şi lung.

Trebuie remarcată şi în cazul creditului cumpărător implicarea unei instituţii guvernamentale de promovarea exporturilor prin acordarea unor dobânzi subvenţionate la creditele de refinanţare solicitate de banca ce acordă creditul.

Creditul furnizor este acordat pe baza contractului de export / import, a contractului de credit şi a poliţei de asigurare a creditului, la creditul cumpărător fiind nevoie în plus şi de o scrisoare de garanţie bancară. Exportatorul are o mai mare liberate de mişcare în cazul creditului furnizor în timp ce importatorul este mai liber în cazul finanţării printr-un credit cumpărător. Exportatorul îşi asumă o parte mai mare din costurile şi riscurile finanţării la creditul furnizor. În tabelul de mai jos este prezentată o analiză comparativă între cele două forme de creditare internaţională:

Criterii	Creditul furnizor	Creditul cumpărător
Valoarea creditului	Mai mare	Mai mică
Perioada de montare a creditului	Mai mare	Mai redusă
Costul creditului	Mai mic	Mai mare
Libertatea de acţiune	Mai mare pentru exportator	Mai mare pentru importator

6.3. Tehnici speciale de creditare (finanţare)

- *Leasingul* este o metodă de finanţare pe termen mediu şi lung care presupune închirierea realizată de societăţi financiare specializate, a unor bunuri de echipament către beneficiari care nu dispun de fonduri proprii sau nu pot (sau nu doresc) să recurgă la credite bancare pentru cumpărarea acestora. Operaţiunile de leasing internaţional pot fi realizate direct prin încheierea unui contract între firma producătoare a echipamentului şi beneficiar sau indirect prin preluarea funcţiei de creditare de către societăţi de leasing care apar ca intermediari.

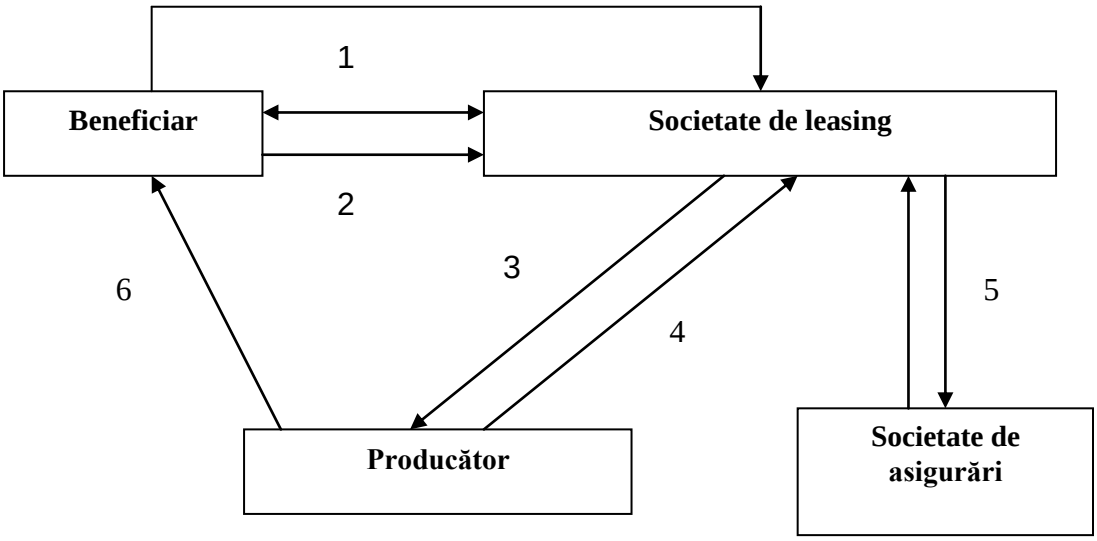
În practica internaţională se cunosc o mare varietate tipuri de contracte de leasing: leasing direct (când închirierea se realizează direct de producător) şi leasing indirect (cu implicarea unei societăţi de leasing), leasing brut (când societatea de leasing suportă şi cheltuielile de întreţinere şi reparaţii), leasing net (când compania de leasing nu include în taxă şi cheltuielile de întreţinere şi reparaţii), leasing financiar (chiria de leasing este astfel stabilită încât la sfârşitul perioadei de închiriere să fie recuperată integral valoarea bunului închiriat), leasing experimental (bunurile sunt închiriate în condiţii avantajoase pentru a experimenta produsul pe piaţă nouă), lease-back (beneficiarul vinde un bun de echipament unei societăţi de leasing şi apoi îl închiriază de la aceasta) etc.

Două trăsături esenţiale caracterizează leasingul: existenţa a două contracte pentru aceeaşi operaţiune şi posibilitatea triplei opţiuni. Prima se referă la faptul că există un contract de vânzare - cumpărare între producător şi societatea de leasing, contract însoţit de un altul, de locaţiune, încheiat între societatea de leasing şi beneficiar. Cea de-a doua trăsătură se materializează prin cele trei opţiuni pe care le are beneficiarul la sfârşitul perioadei de închiriere: prelungirea contractului, abandonarea lui sau cumpărarea bunului la valoarea lui reziduală.

Avantajele celor implicaţi în această operaţiune sunt evidente:

- beneficiarul poate exploata un bun de echipament la un cost mai mic decât achiziţionarea acestuia sau decât cumpărarea acestuia pe credit, beneficiază de consultanţă, service şi reparaţii, are la dispoziţie trei opţiuni la încheierea contractului, are posibilitate să achiziţioneze tehnologie de ultimă oră, deschide posibilitatea de acces la anumite utilaje sau echipamente care fie că nu le sunt necesare decât sporadic, fie sunt supuse restricţiilor de licenţă, nu este supus riscurilor provocate de uzura morala a utilajelor folosite ;
- societatea de leasing câştigă din chiria percepută beneficiarului (aceasta poate fi mai mare decât rata dobânzii oferită de bănci), nu necesită un personal numeros si nici o baza materiala importanta (clădiri, depozite);
- producătorul are posibilitatea vânzării unui bun de echipament de valoare mare cu încasarea imediată a contravalorii acestuia, să intre pe noi pieţe, sa facă faţă concurenţei, să obţină câştiguri suplimentare peste preţul de export.

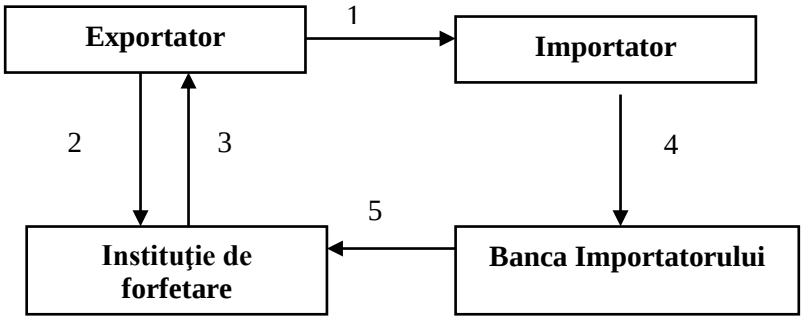
7



1. Încheierea contractului de leasing;
2. Alegerea bunului de echipament;
3. Cumpărarea bunului de către societatea de leasing;
4. Emiterea facturii;
5. Asigurarea bunului de echipament;
6. Livrarea / montarea bunului de echipament
7. Plata ratelor aferente contractului de leasing.

- *Forfetarea* este o formă din ce în ce mai întâlnită de finanţare pe termen mediu. Aceasta presupune achiziţionarea de către o bancă, forfetarul, a unei serii de creanţe provenite de pe urma operaţiunilor de comerţ exterior. Aceste creanţe sunt deseori avalizate sau garantate de banca importatorului. Creanţele sunt vândute cu discount de către exportator băncii forfetare. Banca plăteşte imediat exportatorului, permiţându-i acestuia să-şi finanţeze producţia de bunuri pentru export, şi permiţându-i importatorului să plătească mai târziu.

Creanţele sunt deţinute de forfetar până la expirarea lor, fără a se apela la exportatorul în favoarea căruia ele au fost destinate iniţial. Absenţa acestui apel este cea care face distincţia între forfetarea de creanţe şi scontare, în cazul căreia exportatorul este deschis pentru a fi apelat în caz de neplată. Astfel, forfetarea poate fi definită ca o tehnică de finanţare pe termen mediu prin care forfetarul nu poate acţiona în regres pentru a face exportatorul răspunzător, în caz de neplată din partea importatorului. Văzută iniţial ca împrumut la care se apelează în ultimă instanţă, forfetarea a cunoscut o popularitate din ce în ce mai mare, răspândindu-se din Elveţia şi Germania, unde a apărut, până la Londra, iar mai târziu în Scandinavia şi restul Europei, iar în cele din urmă în SUA. Cea mai mare piaţă de forfetare este în prezent piaţa londoneză.



1. Încheierea contractului de export. Livrarea
2. Forfetarea documentelor financiare;
3. Plata mai puţin comisionul şi dobânda;
4. Plata la scadenţă a importului.

Forfetarea continuă să aibă o importanţă redusă dacă este comparată cu alte tehnici de finanţare, dar în ultima vreme ponderea ei este în creştere, mai ales în cadrul tehnicilor de finanţare pe termen mediu. Doua sunt condiţiile ce trebuie îndeplinite de către o creanţă pentru a putea face obiectul forfetării: ea trebuie sa fie necondiţionată (disociată şi complet independentă de tranzacţia comercială de bază) şi liber tranferabilă (să poată fi plasat integral sau parţial în altă parte şi oricând până la scadenţă). Titlurile de credit cel mai des forfetate in practica sunt, in principal, cambiile trase de către exportator şi acceptate de importator şi biletele la ordin emise de importator la ordinul exportatorului, dar şi acreditivele cu plata diferată sau garanţiile bancare.

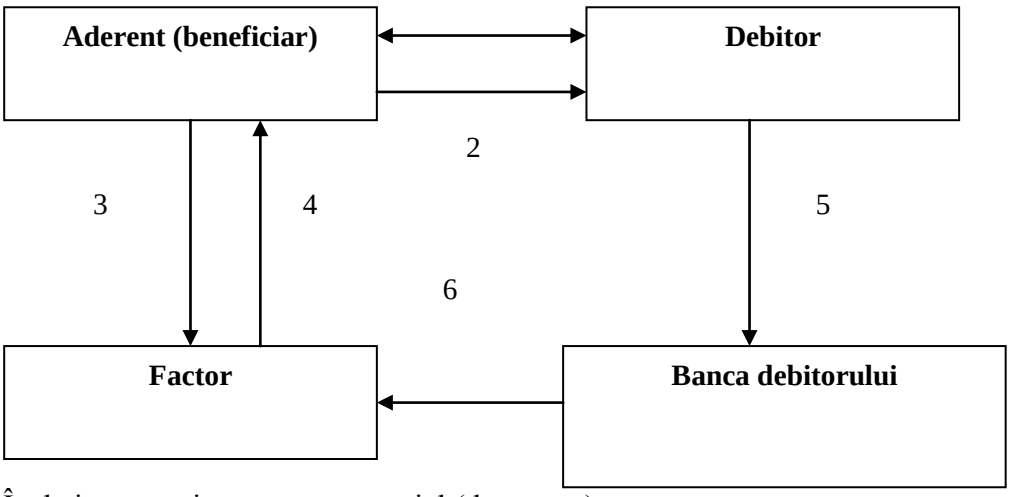
Diferenţa dintre forfetare şi scontare constă în: în cazul forfetării banca preia şi riscul de neplată (la scontare beneficiarul rămâne solidar faţă de banca de scont pentru neplata efectelor scontate), forfetarea se realizează de către instituţii specializate (scontarea se face de către băncile comerciale), costul forfetării este mai mare (riscurile preluate de instituţia forfetară sunt mai mari), scadenţa în cazul forfetării este mai mare, refinanţarea instituţiilor forfetare se face direct de pe piaţa financiară internaţională (şi nu de la banca Centrală sau de pe piaţa monetară locală cum fac băncile de scont).

- *Factoringul* este o tehnică de finanţare pusă iniţial în practică în ţările anglo-saxone, utilizată pentru a asigura finanţarea creanţelor interne. Mecanismul factoringului este relativ simplu. Exportatorul cedează, contra plăţii, totalitatea creanţelor sale de pe urma exportului, unui factor (o bancă sau, mai general, o instituţie financiară specializată). Factorul acoperă aceste creanţe, preia asupra sa riscul de neplată şi plăteşte echivalentul creanţelor. Creanţele privesc vânzări ale căror termen de plată nu depăşeşte 180 de zile.

Factoringul există în prezent în două variante: factoring cu plată în avans şi factoring cu plată la scadenţă. În primul caz, factorul creditează pe aderent urmând să încaseze ulterior creanţele acestuia în timp ce în a doua variantă factorul va plăti creanţele aderentului în momentul exigibilităţii acestora. Pe Pe lângă cele două forme deja consacrate mai există şi "*undisclosed factoring*" sau "*money without borrowing*", constând în încheierea concomitentă a două contracte, unul de vânzare-cumpărare şi unul de comision, ambele încheiate între factor şi furnizor, în temeiul cărora factorul cumpără marfa furnizorului pe care îl numeşte în acelaşi timp reprezentant al sau şi îl însărcinează s-o vândă cumpărătorului efectiv şi să încaseze preţul aferent exportului realizat.

Această modalitate de finanţare se concretizează printr-un contract de factoring încheiat între exportator şi factor, cu o durată care de obicei este de un an, putând fi reînnoit prin acceptare tacită. Factoringul este foarte bine adaptat întreprinderilor care exportă bunuri de larg consum sau echipamente uşoare şi care au numeroşi clienţi.

Mecanismul factoringului cu plata în avans este următorul:



1. Încheierea unui contract comercial (de export);
2. Livrarea mărfurilor;
3. Cedarea facturilor către factor;
4. Plata contravalorii creanţelor cedate mai puţin dobânda si comisionul;
5. Plata la scadenta a datoriei debitorului.

Felul operaţiunii de factoring este influenţat de data la care se realizează efectiv cesiunea de creanţă; în cazul factoring-ului clasic, data cesiunii este însăşi data naşterii creanţei respective sau la câteva zile după aceasta, in timp ce in cazul factoring-ului la scadenta, data cesiunii este data exigibilităţii creanţelor respective.

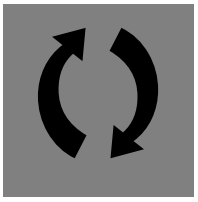
Prin recurgerea la această tehnică de finanţare, exportatorul beneficiază patru *avantaje:* se simplifică gestiunea trezoreriei a aderentului (beneficiar), aderentul nu mai este expus riscului de neplată, factoringul suprimă problemele create de gestiunea administrativă şi contabilă a creanţelor şi factoringul îi ameliorează bilanţul contabil prin reducerea creanţelor. Aceste avantaje sunt însă însoţite şi de unele dezavantaje. Costul factoringului este relativ ridicat şi conţine două elemente: un comision de factoring, *ad valorem*, calculat pe totalul creanţelor transferate, reprezentând între 0.5 şi 2.5%, şi un comision de finanţare calculat *prorata temporis,* în funcţie de ratele dobânzii.

În cazul factoringului cu plată la scadenţă se percepe doar comision de factoring, în cazul factoringului cu plată în avans se percep ambele tipuri de comisioane. Comisionul de factoring variază în funcţie de cifra de afaceri, de numărul şi de calitatea clienţilor, de volumul facturilor şi de riscul politic al ţării importatorului. Acesta reprezintă remunerarea serviciilor de gestiune contabilă, de garanţie şi de recuperare a creanţelor. Comisionul de finanţare aferent creditului acordat de factor aderentului până la scadenţa creanţelor sale corespunde dobânzilor debitorilor pe plăţile anticipate. Acestor costuri monetare li se adaugă un risc indirect, de natură comercială. Pe parcursul procesului de recuperare a creanţelor, şi în cazul întârizierii de plată din partea importatorului, factorul este uneori mai brutal sau mai puţin diplomat decât aderentul însuşi. Aceasta poate avea drept consecinţă pierderea unor clienţi.

Diferenţa dintre factoring şi forfetare (ambele credite bazate pe cesiune de creanţă) constă în faptul că în cazul factoringului sunt cesionate documente comerciale (facturi, contracte) în timp ce în cazul forfetării sunt cedate mai mult documente financiare (cambii, acreditive, incasoo documentare). În plus, factoringul presupune o relaţie pe o periodă mai îndalungată între factor şi beneficiar decât forfetarea şi instituţia de facrtoring oferă mai multe servicii financiare decât oferă instituţia de forfetare (consultanţă, gestionarea contului clienţi, a trezoreriei, expertiză financiar - contabilă).

Contractul de factoring se caracterizează şi prin faptul ca, alături de operaţia de credit, factorul furnizează aderenţilor săi o gamă largă de servicii ca, de pildă, o selecţionare a clienţilor (cumpărători sau beneficiari ai serviciilor furnizate), punerea la dispoziţia aderenţilor a unor metode moderne de gestiune şi contabilitate, efectuarea unor studii de piaţă, procurarea de informaţii comerciale, servicii juridice, etc. În acelaşi timp, specialiştii societăţii de factoring pot participa efectiv în procesul de negociere a contractelor de export astfel încât aderentul poate prezenta partenerilor externi o ofertă de export mai competitivă, ceea ce se traduce prin asigurarea finanţării imediate a tranzacţiei de export.

Ca şi în cazul finanţării prin emisiune de obligaţiuni sau acţiuni pe pieţele financiare internaţionale, creditarea internaţională este expusă la o serie de riscuri financiare (riscul de ţară, riscul de dobândă sau riscul valutar). Evaluarea acestora se face la fel ca şi în cazul obligaţiunilor pe baza unor indicatori specifici (maturitatea, durata, sensibilitatea). Şi costul creditării se analizează prin perspectiva aceloraşi indicatori (valoarea actualizată netă). Beneficiind de o mare varietate de forme, creditarea internaţională rămâne una dintre principalele modalităţi de mobilizare a resurselor financiare de pe pieţele internaţionale, la concurenţă cu emisiunea de titluri primare (obligaţiuni şi acţiuni).



Întrebări de sinteză

1. *Care sunt ultimele tendinţe pe piaţa internaţională a creditului?*
2. *Prezentaţi principalele căi de soluţionare a crizei datoriei externe.*
3. *Care sunt principalele forme de creditare pe termen utilizate pe pieţele financiare internaţionale?*
4. *Analizaţi comparativ creditul sindicalizat şi euro - creditul.*
5. *Prezentaţi comparativ mecanismul de derulare a creditului furnizor şi a creditului cumpărător.*

6. *Care este diferenţa dintre factoring şi forfetare?*
7. *Care este mecanismul de derulare a unui contract de leasing şi ce avantaje prezintă acesta pentru fiecare dintre părţi?*
8. *Analizaţi comparativ tehnicile speciale de creditare studiate.*

De studiat

1. *Studiaţi pe baza poziţiei investiţionale a României, situaţia datoriei externe. Care ar fi în opinia dumneavoastră cele mai adecvate măsuri de soluţionare a unei posibile crize a datoriei externe în cazul României?*

2. *Studiaţi care sunt reglementările legale în materie de leasing, forfetare şi factoring în România.*

3. *Studiaţi diferenţele între instituţiile financiare implicate în operaţiuni de leasing şi cele implicate în forfetare..*

Teste grilă rezolvate

1. În cazul creditului de scont acceptarea cambiei se face de către:
- *a. Exportator;*
- *b. Importator;*
- *c. Banca exportatorului;*
- *d. Banca importatorului;*
- *e. O bancă terţă.*

2. Care dintre afirmaţiile de mai jos este falsă:
- *a. În cazul creditului de scont exportatorul nu este menţinut solidar la plată;*
- *b. Creditul de accept presupune existenţa unei cambii;*
- *c. Creditul de cesiune de creanţă este mai scump decât cel de scont;*
- *d. Avansul în contul curent se practică pentru plata prin cec sau ordin de plată.*

3. Care dintre afirmaţiile de mai jos este adevărată:
- *a. Creditul sindicalizat este o formă de creditare pe termen scurt;*
- *b. Leasingul presupune încasarea unei dobânzi pe perioada de derulare a contractului;*
- *c. Factoringul se poate derula doar cu plată la scadenţă;*
- *d. Creditul paralel presupune negocierea dobânzilor;*
- *e. Creditul cumpărător se asigură.*

4. În cazul creditului subsidiar:

a. *Dobânzile nu se mai negociază;*
b. *Se utilizează o scrisoare de garanţie bancară;*
c. *Se utilizează o poliţă de asigurare a creditului;*
d. *Se constituie un sindicat bancar;*
e. *Se emit obligaţiuni pe pieţele internaţionale.*

5. Diferenţa dintre forfetare şi scontare constă în:

a. *Finanţarea la forfetare se face de pe pieţele locale;*
b. *Riscul scontării e mai mare;*
c. *Durata finanţării la forfetare e mai mare;*
d. *Scontarea presupune finanţarea pe baza unei game mai mari de documente comerciale;*
e. *Forfetarea poate avea la bază doar cambii.*

Răspunsurile la testele grilă: 1 – b; 2 – a; 3 – d; 4 – a; 5 – c.

Timp de lucru estimat: 3 ore

Unitatea 7: Emisiunea de obligaţiuni şi acţiuni pe pieţele internaţionale

Obiectivele vizate:

Prin parcurgerea acestei unităţi de studiu studenţii vor fi în măsură să:

- *Înţeleagă modul în care se pot emite instrumente de tip obligaţiuni şi acţiuni pe pieţele internaţionale;*
- *Să cunoască mecanismul IPO pe pieţele internaţionale;*
- *Să explice în ce constă securitizarea şi emisiunea de certificate de depozitare asupra acţiunilor pe pieţele internaţionale.*

Piaţa financiară internaţională este formată dintr-un ansamblu de pieţe pe care sunt tranzacţionate titluri primare (acţiuni şi obligaţiuni) şi instrumente derivate (futures, opţiuni). În acest ansamblu, piaţa internaţională obligaţiunilor ocupă un rol central, asigurând mobilizarea unor resurse financiare importante, pe o perioadă îndelungată (scadenţele emisiunilor pot merge până la 30 de ani). Mult mai complexă, emisiunea de obligaţiuni pe pieţele internaţionale se realizează printr-un mecanism specific şi complex.

Finanţarea pe termen mediu şi lung pe pieţele internaţionale se realizează pe trei canale principale: emisiunea de obligaţiuni străine sau euro - obligaţiuni, finanţarea prin credite externe (credite sindicalizate, euro - credite, credite paralele, credite furnizor, credite cumpărător etc.) sau emisiunea de acţiuni (direct, prin certificate globale de depozit). În acest ansamblu de operaţiuni complexe prin care sunt mobilizate direct sau indirect fonduri de pe pieţele financiare internaţionale prin implicarea unui număr important de intermediari, finanţarea prin emisiune de obligaţiuni ocupă de departe primul loc. În ultima perioadă au avut loc schimbări importante atât în ceea ce priveşte structura pe tipuri de obligaţiuni cât şi pe tipuri de emitenţi.

7.1. Principalele tipuri de obligaţiuni tranzacţionate pe pieţele financiare internaţionale

Pe piaţa financiară internaţională, cele mai tranzacţionate tipuri de obligaţiuni sunt obligaţiunile cu rată (cupon) fix, obligaţiunile cu rată variabilă, obligaţiunile cu rată variabilă ("floating rate notes" - FRN), obligaţiunile convertibile, obligaţiunile cu bon de subscriere (warant), obligaţiunile cu cupon zero, obligaţiuni emise pe o perioadă determinată.

a. Obligaţiunile cu rată fixă: sunt instrumente care presupun un cupon fix pe o perioadă determinată de timp, cuponul fiind plătit semianual sau anual. Valoarea nominală a emisiunii de astfel de titluri variază între 50 şi 500 de milioane de dolari, în prezent maturitatea acestor emisiuni fiind în creştere (se ajunge chiar la scadenţe de până la 30 - 40 de ani, emitentul (de regulă statul) păstrându-şi dreptul de răscumpărare înainte de scadenţă. Valoarea nominală a acestor titluri este de regulă mare, în jurul a 5000 dolari / obligaţiune. Ele pot fi emise la valoarea nominală, sub valoarea nominală sau pot fi răscumpărate cu primă de răscumpărare plătită de emitent.

b. Obligaţiunile cu dobândă variabilă: sunt emise de regulă în dolari, emisiunea de asemenea titluri fiind puternică în perioade caracterizate printr-o mare volatilitate a ratelor de dobândă. Rata variabilă de dobândă se calculează pe baza LIBOR (London Interbank Offered Rate) la care se adaugă un procent de dobândă direct proporţional cu riscul emitentului. Plata cupoanelor se face lunar sau trimestrial, cauză pentru care aceste instrumente sunt de multe ori asimilate titlurilor de pe piaţa monetară. Sunt instrumente foarte lichide cu o piaţă secundară puternic dezvoltată, scadenţa lor fiind de maxim 10 - 15 ani. În prezent sunt superioare ca volum celor cu dobândă fixă.

c. Obligaţiunile convertibile: permit conversiunea unei datorii de regulă în acţiuni, creditorul devenind în acest caz acţionar la compania finanţată. Procesul de conversie se realizează de regulă la minim 6 luni de la emisiune având la bază raportul dintre valoarea nominală a obligaţiunilor şi valoarea de piaţă a acţiunilor emitentului. Scadenţa este de până la 10 -15 ani având un cupon mai mic decât obligaţiunile obişnuite.

d. Obligaţiuni cu bon de subscriere (warant): ataşează obligaţiunii o opţiune suplimentară pe care investitorul iniţial o poate exercita sau nu - are prioritate să cumpere alte titluri financiare emise ulterior de emitentul iniţial. Acest bon de subscriere este independent de obligaţiune, el putând fi detaşat şi comercializat pe alte pieţe.

e. Obligaţiunile cu cupon zero: nu presupun plăţi de dobândă către investitori, câştigul acestora fiind dat în acest caz de diferenţa dintre preţul de emisiune (mai mic) şi valoarea nominală la care emitentul răscumpără obligaţiunile ulterior de la emitent sau de prima de răscumpărare acordată de emitent. Aceste instrumente sunt mai puţin expuse la riscul de dobândă decât celelalte tipuri de obligaţiuni (rambursabile în tranşă finală, anuităţi constante sau serii anuale egale). Cea mai mare parte a emisiunii de obligaţiuni pe pieţele financiare internaţionale este denominată în dolari (35 %), urmat de yenul japonez, marca germană, lira sterlină. Unele ţări (de exemplu Elveţia) interzic utilizarea monedei lor în emisiunea de obligaţiuni pe pieţele financiare internaţionale.

Repartizarea emisiunilor de obligaţiuni pe categorii de active

Obligaţiuni	**1985**	**1987**	**1988**	**2000**	**2002**
Cu rată fixă	53 %	63 %	70 %	71,2%	71,3%
Cu rată variabilă	41 %	11 %	10 %	25,1%	25,1%
Convertibile în acţiuni	4 %	9 %	3 %	3,5%	3,4%
Cu warrant / acţiuni	2 %	17 %	17 %	0,1%	0,1%

Sursă: Rapoartele OCDE 2000 – 2002, Banca Reglementelor Internaţionale 2000 - 2002

Diferenţierea între obligaţiunile străine şi euroobligaţiuni

În funcţie de moneda de denominare, emisiunea de obligaţiuni pe pieţele financiare internaţionale se poate realiza prin emisiune de obligaţiuni străine sau prin euro-obligaţiuni. Piaţa euro-obligatară a apărut în perioada 1963 – 1966 ca o consecinţă a restricţiilor impuse

investitorilor americani care doreau să investească pe alte pieţe financiare[6]. De la apariţia ei, piaţa a cunoscut o explozie puternică, fiind în prezent unul dintre pilonii de bază ai pieţei obligatare internaţionale.

A. Obligaţiunile străine: sunt obligaţiunile emise pe o piaţă străină şi denominate în moneda acelei pieţe (de exemplu emisiunea de obligaţiuni a Guvernului României pe piaţa Germaniei în mărci germane sau pe piaţa Japoniei în yeni).

B. Euroobligaţiunile: sunt obligaţiunile emise pe o piaţă străină şi denominate în moneda altei ţări decât cea a pieţei de emisiune (de exemplu o emisiune de obligaţiuni denominate în dolari pe piaţa Germaniei sau a Japoniei). După cum se poate observa ţinând cont de această diferenţiere, România a emis cu precădere obligaţiuni străine (pe piaţa Germaniei şi pe cea a Japoniei), acestea fiind mai uşor de plasat, în condiţiile în care emitentul avea un risc relativ ridicat.

Moneda de denominare nu este însă singura diferenţă în acest caz, între cele două categorii de obligaţiuni apărând şi alte diferenţe:

Diferenţe	**Obligaţiuni străine**	**Euroobligaţiuni**
Emitenţi	din orice ţară	din orice ţară
Investitori	din orice ţară	din orice ţară
Denominare	moneda pieţei pe care se realizează emisiunea	moneda diferită de cea a pieţei pe care se realizează emisiunea
Volum	mai mare	mai mic
Scadenţă	mai mari	mai mici
Risc	mai mare	mai mic
Cost	mai mare	mai mic

Din tabloul de mai sus se observă că diferenţe între cele două tipuri de obligaţiuni mai există şi în ceea ce priveşte volumul, scadenţă, riscul şi costurile emisiunii, în general mai mari la obligaţiunile străine.

7.2. Etapele emisiunii de obligaţiuni pe pieţele financiare internaţionale prin ofertă publică

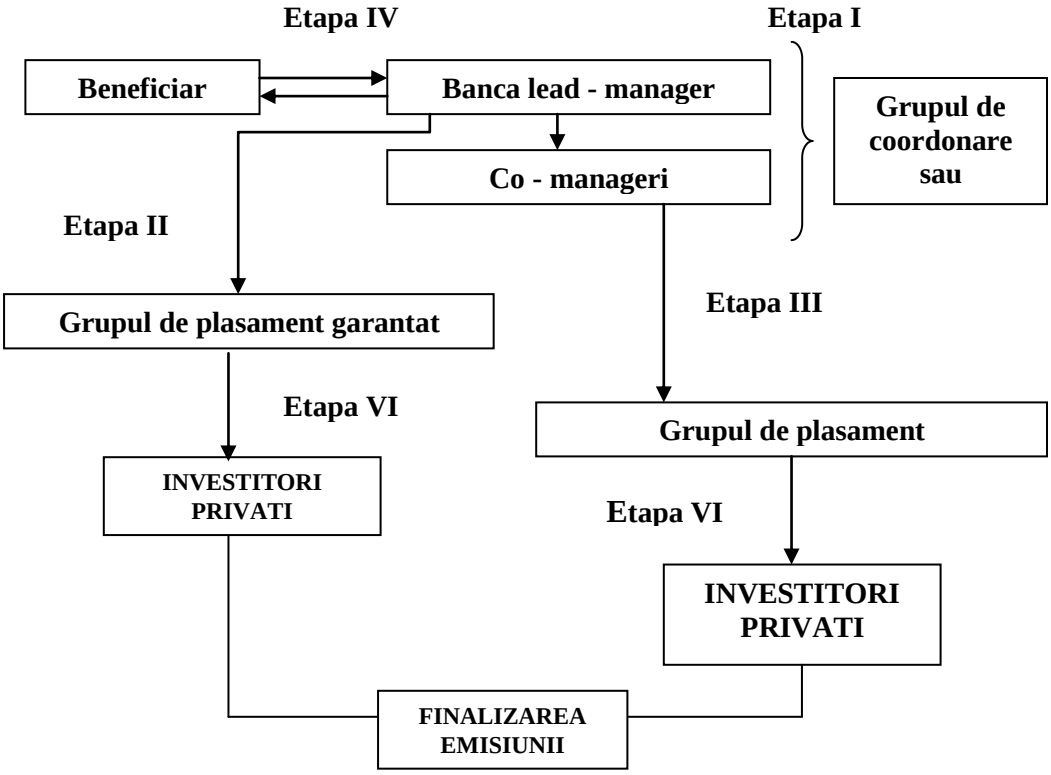
Emisiunea de obligaţiuni pe pieţele financiare internaţionale este un proces complex şi de durată ce mobilizează fonduri importante de la deţinători de capital aflaţi pe diferite pieţe. În acest mecanism sunt implicaţi un număr important de intermediari, fiecare având un rol determinat în procesul emisiunii.

[6] Faimoasa lege "Interest Equalization Tax" promovată de administaţia Kennedy şi aplicată retroactiv, lege care iniţia o taxă aplicată rezidenţilor americani care investeau în valori mobiliare străine în vederea descurajării lor.

Faza preliminară

Etapa I: Desemnarea băncii lider şi formarea grupului de coordonare / garantare:

- Beneficiarul contactează o bancă de prim rang ce îşi va asuma responsabilitatea coordonării întregii emisiuni - banca lider.
- Banca lider contactează un grup de bănci care împreună cu aceasta vor forma grupul de coordonare / garantare.
- Rolul grupului de coordonare / garantare este de a:
  - consultanţă în privinţa calendarului emisiunii;
  - stabileşte după o analiză prealabilă a beneficiarului, condiţiile emisiunii (scadenţă, dobândă, cupon, fondul de amortizare, rambursarea împrumutului obligatar);
  - acordă asistenţă în selectarea celorlalţi membrii din sindicat;
  - coordonează întregul proces de emisiune;
  - coordonează încasarea cupoanelor şi plata comisioanelor către băncile participante;
  - îşi asumă cea mai mare parte a riscurilor legate de emisiunea de obligaţiuni.



Mecanismul finanţării prin IPO pe pieţele internaţionale

Pregătirea emisiunii prin ofertă publică:

Etapa II: Constituirea grupului de plasament garantat (GPG):

- acest grup de plasament este un consorţiu constituit în vederea plasamentului garantat de obligaţiuni;
- acest grup îşi sumă rolul distribuirii a minim 75 % din valoarea emisiunii, în cazul în care nu se reuşeşte plasarea integrală a acestor obligaţiuni, GPG va subscrie în numele său la obligaţiunile rămase nesubscrise;

Etapa III: Constituirea grupului de plasament (GP):

- acest grup are rolul de a vinde / plasa restul de obligaţiuni care au mai rămas de subscris (25 %) din totalul emisiunii;
- angajamentul acestui grup se realizează faţă de banca lider;
- grupul de plasament nu îşi asumă responsabilitatea privind obligaţiunile rămase nesubscrise.

Etapa IV: Stabilirea programului de emisiune: Banca lider analizează împreună cu celelalte bănci din grupul de coordonare situaţia financiară a beneficiarului emisiunii, stabilind condiţiile împrumutului:

- valoarea emisiunii;
- valoarea nominală a obligaţiunilor;
- cuponul;
- preţul de emisiune;
- rambursarea.

Etapa V: Memorandumul de emisiune: publicarea unui înscris cu rol în informare şi promovarea emisiunii în faţa investitorilor;

Etapa VI: Lansarea emisiunii:

- testarea pieţei;

- lansarea emisiunii;

- deschiderea pieţei secundare;

- înscrierea la bursă a obligaţiunilor emise.

Etapa VII: Finalizarea emisiunii În caz de succes al emisiunii se realizează de regulă prin publicarea unui înscris ("tombstone") în care fiecare bancă participantă la acest mecanism complex este înscrisă conform cu poziţia sa. Mai trebuie precizat faptul că dacă emisiunea se realizează cu garantare din partea grupului de coordonare (nu este obligatoriu ca acest lucru să se întâmple întotdeauna), obligaţiunile rămase nesubscrise în prima fază sunt preluate de către acesta. Emisiunea garantată de obligaţiuni este mai sigură şi mai costisitoare.

Pe lângă cuponul pe care emitentul (beneficiarul) trebuie să-l plătească ulterior investitorilor, costul emisiunii de obligaţiuni mai constă şi într-o serie de taxe pe care beneficiarul trebuie să le

plătească: taxa de management (către banca lider şi grupul de coordonare), taxa de subscriere (către grupul de plasament garantat) şi taxa de vânzare (către grupul de plasament).

Elementele intrinseci ale unei obligaţiuni

Obligaţiunile sunt titluri primare ce îndeplinesc rolul unui contract de împrumut încheiat între emitent (beneficiar) şi deţinătorul capitalului (investitorul). Acest "contract" prezintă elemente caracteristice:

a. Scadenţa: precizează momentul în care emitentul îşi va răscumpăra obligaţiunile;

b. *Valoarea nominală:* este valoarea intrinsecă a obligaţiunii, la această valoare realizându-se practic răscumpărarea la scadenţă a obligaţiunii. Mai trebuie precizat faptul că emisiunea iniţială se poate realiza la valoarea nominală sau la o valoare diferită de această valoare;

c. *Preţul de emisiune:* se precizează atunci când emisiunea se realizează la o altă valoare decât valoarea nominală a obligaţiunii. De regulă acest preţ de emisiune este mai mic decât valoarea nominală, diferenţa dintre ele reprezentând câştig (primă) pentru investitor (pentru că răscumpărarea la scadenţă a obligaţiunilor se va face întotdeauna la valoarea nominală);

d. Cuponul: este preţul pe care emitentul trebuie să-l plătească pentru capitalul împrumutat de la deţinătorii de capital. Acest cupon poate fi fix sau variabil, plătibil semianual sau anual, la sfârşitul perioadei sau la începutul acesteia.

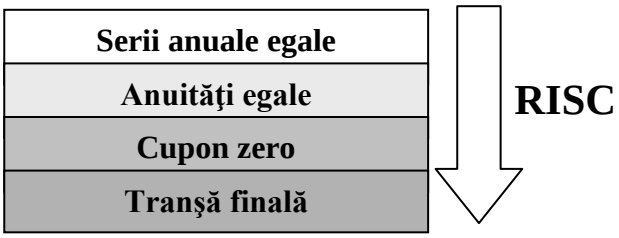
e. Rambursarea: arată modul în care se va face amortizarea împrumutului obligatar. Cele mai uzuale forme de rambursare sunt:

- ⇒ Serii egale: emitentul va răscumpăra obligaţiunile egal pe perioada împrumutului. În acest caz anuităţile plătite de emitent (dobândă plus principal) sunt mai mari în prima parte a perioadei şi scad pe măsură ce ne apropiem de scadenţă;
- ⇒ Anuităţi egale: emitentul va plăti anuităţi constante, acest lucru făcând ca numărul obligaţiunilor răscumpărate anual să crească pe măsură ce ne apropiem de scadenţă;
- ⇒ Tranşă finală: emitentul va plăti cupon anual sau semianual, iar răscumpărarea obligaţiunilor se va face integral la scadenţă;
- ⇒ Cupon zero: nu se plăteşte cupon şi se răscumpără obligaţiunile la sfârşitul perioadei de emisiune. Acest tip de rambursare presupune întotdeauna o emisiune la un preţ de emisiune mai mic decât valoarea nominală (emisiune sub pari), câştigul (cuponul) fiind dat de diferenţa dintre valoarea nominală (la care se va face răscumpărarea obligaţiunilor) şi preţul de emisiune.

Obligaţiunile cu rambursare în tranşă finală sau cele cu cupon zero presupun o amânare a rambursării până în ultima perioadă a creditării. Mecanismul obligaţiunilor care presupune răscumpărare înainte de scadenţă este mai complicat şi mai dificil de realizat, mai ales dacă emisiunea se face către un număr mare de investitori. Amânarea plăţilor în timp implică un cost mai mare pentru emitentul de obligaţiuni datorat eroziunii în timp a capitalului. Orice emisiune la un preţ de emisiune sau orice răscumpărare la un preţ de răscumpărare adaugă un câştig suplimentar pentru investitori. Pentru obligaţiunile cu cupon zero, dobânda nu se plăteşte şi nu se calculează. Câştigul investitorului rezultă din diferenţa dintre preţul de emisiune şi valoarea

nominală la care se răscumpără ulterior obligaţiunile, această diferenţă fiind calculată pe baza unei medii a dobânzilor.

Analizând comparativ cele patru tipuri principale de rambursare a împrumuturilor obligatare folosite pe pieţele financiare internaţionale putem observa că rambursare în serii anuale egale este cel mai puţin expusă la riscul de dobândă, cel mai expusă fiind rambursarea în tranşă finală.



Chiar şi în cazul emisiunii de obligaţiuni cu cupo zero există un risc de dobândă, preţul emisiunii fiind astfel stabilit încât diferenţa dintre acesta şi valoarea nominală să aibă o valoare comparativă cu rata dobânzii.

7.3. Costul emisiunii de obligaţiuni pe pieţele internaţionale

Un alt aspect important este costul implicat de emisiunea de obligaţiuni pe pieţele internaţionale. Costul în finanţarea internaţională se exprimă de cele mai multe ori sub forma ratei dobânzii, a cuponului în cazul împrumutului obligatar sau de o altă rată (chiria, de exemplu, în cazul leasingului internaţional). Rata dobânzii poate fi fixă sau poate fi variabilă (baza de calcul fiind LIBOR), se poate vorbi de o rată nominală şi de o rată reală a dobânzii (rata nominală din care se deduce rata inflaţiei). Dobânda mai poate fi simplă sau compusă (de exemplu în cazul capitalizării acestuia - credite cu perioada de graţie). Printre factorii care determină costul emisiunii de obligaţiuni pe pieţele financiare internaţionale pot fi enumeraţi:

- *Durata* (cu cât durata este mai mare, cu atât şi costul este mai mare);
- *Riscul emitentului* (cu cât acesta este mai mare cu atât nivelul dobânzii va fi mai mare)*;*
- *Tipul rambursării* (cu cât rambursarea este mai mult amânată cu atât costul ar putea să crească);
- *Garantarea plasamentului iniţial* (emisiunea de obligaţiuni garantată costă mai mult)*;*
- *Complexitatea operaţiunii* (cu cât intermediarii implicaţi sunt mai mulţi cu atât costul este mai mare);
- *Nivelul impozitării* (cu cât acesta este mai mare cu atât şi costul va fi mai mare);

La aceşti factori se adaugă evident evoluţiile conjuncturale de pe pieţele financiare internaţionale, integrarea relativ ridicata a acestora propagând cu repeziciune situaţiile de criza (exemplul Japonie, Asiei de Sud – Est, Rusiei).

In analiza costului si a eficientei emisiunii de obligaţiuni pe pieţele financiare internaţionale se utilizează o serie de indicatori de evaluare a costului emisiunii, pe baza cărora emitentul (sau investitorul) poate lua decizia de finanţare (comparând acest cost cu cel al celorlaltor variante disponibile – finanţarea prin credit sau prin emisiune de acţiuni). Mai mult, aceşti indicatori sunt utili pentru cei care doresc să realizeze plasamente în aceste titluri de credit cu venit fix. Nu

putem vorbi de o utilizare corespunzătoare a acestor instrumente fără a înţelege pe ce se bazează comportamentul şi analizele celor care includ în portofoliul lor asemenea titluri. Randamentul acestor instrumente este adeseori ajustat de câştigurile suplimentare care apar din diferenţa dintre preţul de emisiune sau preţul de răscumpărare şi valoarea nominală. Mai mult, aceste instrumente au piaţă secundară foarte dezvoltată care permite stabilirea unei valori de piaţă ce depinde de curba randamentului aşteptat (care ia în considerare nu numai valoarea finală de răscumpărare ci şi cuponul pe care investitorul îl mai are de încasat până la scadenţă). Cei mai importanţi indicatori utilizaţi în analiza eficienţei plasamentului în astfel de titluri financiare sunt:

Ca orice instrument financiar, şi obligaţiunile sunt expuse la o serie de riscuri (riscul de ţară, riscul valutar, riscul de dobândă, riscul de preţ etc.). Specific este însă riscul de dobândă. Deoarece obligaţiunile în principiu sunt instrumente cu venit fix, riscul de dobândă în acest caz pentru emitent ar fi reprezentat de o scădere ulterioară a dobânzilor pe piaţa financiară internaţională, cel care s-a împrumutat la un nivel mai ridicat al dobânzilor putând să se finanţeze ulterior la dobânzi mai mici. Pentru obligaţiunile emise cu o rată variabilă de dobândă riscul pentru emitent este acel creştere a dobânzilor pe piaţă, fapt ce va duce la o scumpire a creditului. Analizând comparativ, riscul valutar în finanţarea internaţională este dat de aprecierea monedei în care este denominat împrumutul în raport cu moneda naţională a emitentului.

Obligaţiunile rămân principalul canal de finanţare, accesibil din păcate cu precădere ţărilor dezvoltate, chiar dacă tot mai multe pieţe emergente devin atractive pentru investitori. Finanţarea prin emisiune de obligaţiuni constituie cea mai complexă şi mai eficientă formă de finanţare internaţională, asigurând mobilizarea şi circulaţia unui volum important de resurse financiare.

7.4. Emisiunea de acţiuni pe pieţele internaţionale prin ofertă publică

O altă componentă de bază a pieţei financiare internaţionale este piaţa internaţională a acţiunilor. Accesibilă, de regulă, companiilor private, această piaţă oferă operatorilor economici posibilitatea mobilizării de resurse financiare importante prin emisiunea de titluri primare (acţiuni) în favoarea unor investitori aflaţi pe diferite pieţe. În schimbul dreptului asupra unei părţi din patrimoniul companiei emitente şi în speranţa unui dividend incert, investitorii străini pun la dispoziţia companiilor emitente capitalul pe care-l deţin. Ca şi în cazul emisiunii internaţionale de obligaţiuni, şi emisiunea de acţiuni presupune un mecanism specific complex, în derulare intervenind o multitudine de intermediari financiari. În plus, ultimele modificări structurale şi funcţionale de pe pieţele financiare au dus la apariţia şi dezvoltarea unor mecanisme de emisiune noi cum ar fi securitizarea sau emisiunea internaţională de certificate de depozitare care vin în sprijinul celor interesaţi de accesarea acestui segment al pieţei financiare internaţionale.

Tipurile de oferte publice internaţionale de acţiuni (IPO)

Oferta de acţiuni pe pieţele internaţionale de capital se realizează prin intermediul unor mecanisme şi instrumente specifice şi complexe. Putem vorbi de o emisiune internaţională de acţiuni atunci când este vorba despre:

- ofertă publică internă cu sindicalizare internaţională;
- ofertă publică pe piaţa locală însoţită de un plasament internaţional;

- ofertă publică internaţională (pe mai multe pieţe simultan);
- ofertă publică adresată europieţelor.

a. Oferta publică internă cu sindicalizare internaţională presupune emisiunea de acţiuni pe piaţa locală cu implicarea unor instituţii financiare internaţionale (bănci de investiţii de regulă). Dacă oferta nu se acoperă integral de către investitorii locali, instituţiile financiare garante vor subscrie pentru diferenţă în numele lor sau în numele clienţilor lor.

b. Oferta publică pe piaţa internă însoţită de un plasament internaţional constă într-un plasament parţial pe piaţa locală de până la 75 - 80 % din totalul ofertei, restul ofertei fiind adresat pieţei internaţionale printr-un grup de plasament. Documentaţia ofertei pe piaţa locală diferă de ce adresată pieţei internaţionale (care trebuie să respecte reglementările în vigoare pe acea piaţă). În practica internaţională există două variante ale acestui tip de ofertă internaţională:

- vânzarea pe piaţa internaţională cu cotarea acţiunilor la bursa din ţara de origine: este considerată de specialişti ca un pas intermediar către cotarea efectivă internaţională;
- vânzarea pe piaţa internaţională cu cotarea acţiunilor pe o singură piaţă bursieră externă. Procedurile de cotare pe o piaţă bursieră diferă de la piaţă la piaţă, existând pieţe cu proceduri complicate (NYSE, Toronto, Tokyo) sau mai puţin complicate (Singapore, Honk Kong).

c. Ofertă publică internaţională reprezintă forma pură a plasamentului global şi presupune lansarea emisiunii pe mai multe pieţe simultan, cu cotarea pe aceste pieţe. O astfel de ofertă este accesibilă de regulă marilor companii ce acţionează global sau multinaţional şi care consideră pieţele financiare internaţionale ca un ansamblu integrat de pieţe. Cele mai vizate pieţe sunt evident pieţele cele mi dezvoltate din punct de vedere economic, capabile să furnizeze resursele de capital solicitate de emitent (SUA, UE, Japonia). Cu toate că acestor operaţiuni le sunt asociate costuri foarte ridicate (datorită intermediarilor implicaţi), doar prin asemenea operaţiuni de anvergură pot fi obţinute surse semnificative de capital care să acopere nevoia de resurse a marilor companii.

d. Oferta publică pe europieţe: sunt oferte de acţiuni ale unor companii străine adresate de regulă unor investitori instituţionali ce acţionează pe o piaţă paralelă puternic dereglementată. Oferirea de acţiuni în acest caz se realizează fie printr-o tranzacţie directă între emitent şi investitor fie printr-o cotare prealabilă (care nu este neapărat obligatorie).

Mecanismul emisiunii de acţiuni printr-o ofertă publică internaţională este similar emisiunii internaţionale de obligaţiuni, principalii intermediari implicaţi fiind: grupul lider şi comanagerii care formează grupul de coordonare şi / sau garantare a emisiunii internaţionale de acţiuni cu rol în administrarea procesului, grupul de plasament garantat, grupul de plasament (vânzare) sau alţi intermediari (implicaţi de exemplu în promovarea emisiunii pe pieţele externe sau în facilitarea procesului de cotare al acţiunilor pe bursele internaţionale, elaborând dosarul în conformitate cu reglementările acestora).

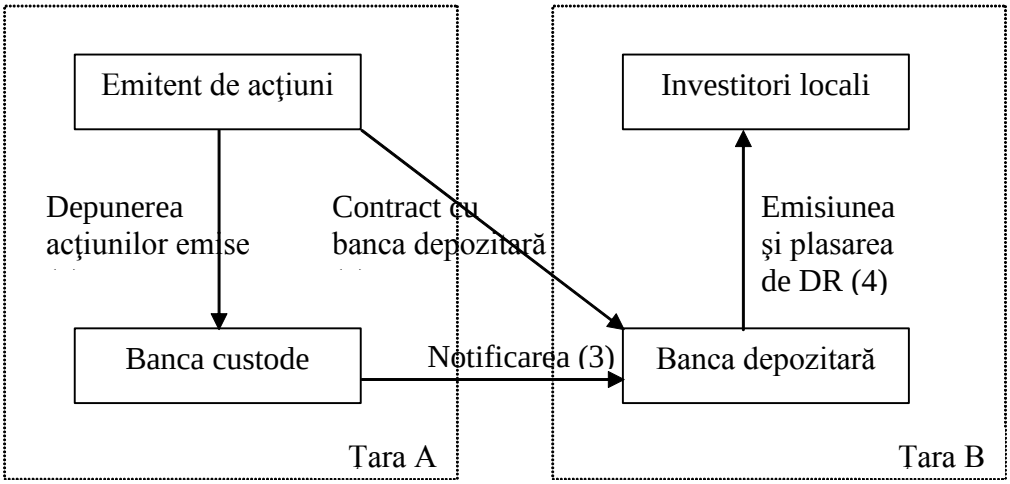
7.5. Emisiunea de acţiuni pe pieţele internaţionale prin certificate de depozitare asupra acţiunilor

Certificatele de depozitare reprezintă titluri negociabile emise de o bancă depozitară în favoarea unor beneficiari locali, care atestă un drept de proprietate asupra unui pachet distinct de titluri

financiare (acţiuni de regulă) emise de o societate dintr-o altă ţară. Acest înscris dă dreptul deţinătorului să ceară în orice moment remiterea de acţiuni depuse la o terţă bancă - banca custode.

În această emisiune indirectă de acţiuni pe o piaţă externă prin intermediul unui instrument specific - certificatul de depozitare (DR) sunt implicate două instituţii financiare distincte între care există o relaţie de subordonare: banca depozitară şi banca custode.

Banca depozitară are rolul fundamental în emisiunea de certificate de depozitare, fiind o bancă de prim rang aflată de regulă pe piaţa ţintă. Aceasta este o bancă de prim rang care se ocupă cu pregătirea şi realizarea emisiunii de certificate de depozitare pe baza unui pachet determinat de acţiuni depuse la o bancă custode. Banca depozitară numeşte banca custode care este de regulă o bancă corespondentă, acordă consultanţă emitentului de acţiuni şi controlează întregul proces de emisiune de certificate de depozitare.



Mecanismul emisiunii de certificate de depozitare

Banca custode este în cele mai multe dintre cazuri o bancă din ţara emitentului care are rol în păstrarea pachetului de acţiuni ce constituie baza emisiunii de certificate de depozitare. Această bancă lucrează pentru banca depozitară fiind subordonată acesteia. Pe lângă primirea în custodie a acţiunilor şi remiterea acestora la cerea depozitarului, banca custode notifică în permanenţă o serie de informaţii cu privire la situaţia financiară a emitentului, politica de dividend a acestuia, modificările statutare etc. În opinia specialiştilor, această operaţiune prezintă o multitudine de avantaje:

- diversifică formele de investiţii internaţionale;
- este un mod eficient de pătrundere pe pieţele străine de capital şi de mobilizare de fonduri aparţinând unor investitori străini;
- contribuie la îmbunătăţirea imaginii pe piaţa internaţională emitentului de acţiuni;
- este un mijloc eficient de diversificare a acţionariatului;
- este un mecanism transparent de emisiune internaţională de acţiuni;

- este un mecanism cu lichiditate sporită şi riscuri reduse prin implicarea unei bănci de prim rang - banca depozitară care emite în numele şi pe contul său certificatele de depozitare;
- este o operaţiuni cu costuri de tranzacţionare mai reduse, certificatele de depozitare fiind mai uşor de plasat decât acţiunile emitentului.

Pe lângă aceste avantaje există şi o serie de dezavantaje sau probleme legate de mecanismul de emisiune a certificatelor de depozitare:

- probleme în mecanismul de decontare între emitentul acţiunilor şi posesorii de certificate de depozitare;
- reglementările fiscale în domeniu diferite de la ţară la ţară;
- taxele de custodie relativ ridicate;
- dificultăţi în găsirea unei bănci custode.

Chiar dacă există aceste dificultăţi, emisiunea de certificate de depozitare rămâne o tehnică de emisiune internaţională de acţiuni la concurenţă cu oferta publică, fiind mult mai accesibilă companiilor de dimensiuni mai reduse, care se află într-o fază incipientă de extindere internaţională. Datorită avantajelor pe care le prezintă, piaţa internaţională a certificatelor de depozitare a cunoscut o extindere permanentă. Prima operaţiune de acest gen a fost lansată în 1927 pentru a facilita accesul investitorilor americani la companii din Marea Britanie. În prezent cele mai importante pieţe de emisiune a certificatelor de depozitare sunt Statele Unite (NYSE fiind principala piaţă) şi Europa (Londra, Luxemburg, Bruxelles sau Amsterdam). O categorie aparte şi mult mai complexă a certificatelor de depozitare o constituie certificatele globale de depozitare ("GDR - global depozitary receipt"). Aceste instrumente complexe presupun emisiunea unor certificate de depozitare globale, lansate simultan pe mai multe pieţe locale, pe baza unui pachet de acţiuni ale unui singur emitent.

7.6. Securitizarea pe pieţele financiare internaţionale

Un alt mecanism financiar interesant, legat de piaţa titlurilor primare, este securitizarea financiară. Această tehnică este un mecanism complex prin care sunt emise pe piaţa financiară locală sau internaţională titluri financiare (obligaţiuni de regulă) în contul unor active financiare (credite ipotecare, contracte de leasing, contracte de forfetare, contracte de factoring sau credite furnizor / cumpărător). Această operaţiune este practicată de regulă de bănci comerciale, companii de finanţare sau de instituţii financiare specializate (bănci de forfetare, bănci de scont).

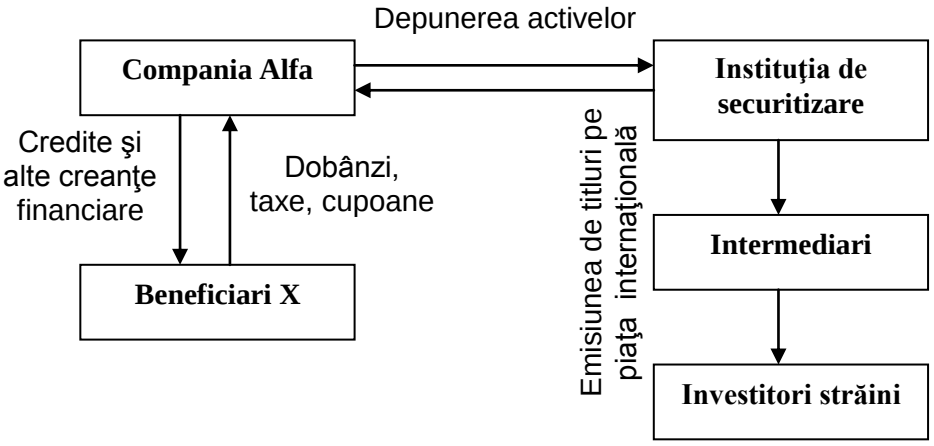
Operaţiunea de securitizare are următoarele caracteristici principale:

- operaţiunea permite omogenizarea câştigurilor obţinute de pe urma valorificării unor active financiare deţinute în portofoliu (cupoane, dobânzi, taxe, comisioane şi alte speze financiare);
- securitizarea se derulează printr-o companie specializată;
- emisiunea de titluri financiare este de regulă garantată de o instituţie specializată (guvernamentală);

- pentru asigurarea unui grad ridicat de lichiditate sunt preferate titluri cu o piaţă secundară dezvoltată;
- bilanţul şi portofoliul de active al companiei beneficiare este mult simplificat prin această operaţiune;
- deoarece activele cele mai interesante ale companiei sunt separate de această, şi pe baza lor sunt emise noi titluri financiare, acest lucru poate duce la o mai bună valorificare mai bună a resurselor financiare ale companiei beneficiare.

Operaţiunea presupune încheierea unui contract iniţial între beneficiarul securitizării (companii de finanţare, bănci) şi instituţia de securitizare specializată ("special vehicle company") prin care sunt selectate o parte din activele financiare interesante ale companiei şi pe baza acestora sunt emise noi titluri financiare către potenţiali investitori locali sau internaţionali. Emisiunea de titluri în contul activelor securitizate se poate face fie direct fie prin intermediul unor intermediari (companii de brokeraj). Securitizarea se poate realiza printr-o emisiune pe o singură piaţă (locală sau internaţională) sau se poate realiza simultan pe mai multe pieţe externe. Societatea specializată, implicată în securitizare este cea care îşi asumă rolul fundamental în coordonarea şi supravegherea întregului proces, ea putând fi din aceeaşi ţară cu beneficiarul operaţiunii sau din ţara de emisiune.

Mecanismul securitizării este relativ simplu: o companie Alfa, în calitate de creditor, a acumulat un portofoliu de active sub forma unor creanţe financiare faţă de debitori diverşi (beneficiari X). Pentru a omogeniza aceste active, compania alege soluţia securitizării şi pentru aceasta încheie un contract cu o instituţie de securitizare specializată, pentru a putea realiza operaţiunea. Iniţial, activele sunt selectate şi depuse în custodia instituţiei de securitizare care se va ocupa ulterior de valorificarea acestora. În baza lor, instituţia de securitizare va emite titluri financiare pe pieţele internaţionale prin intermediul instituţiilor broker.



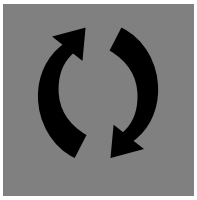
Mecanismul securitizării

Avantajele securitizării sunt multiple pentru compania beneficiară (compania Alfa):

- simplificarea bilanţului;
- mai buna valorificare a activelor;
- omogenizarea activelor deţinute în portofoliu;

- mobilizarea rapidă de fonduri pe baza unor active ce urmează a fi încasate la termen;
- reducerea riscului la nivelul companiei;
- lichiditate sporită;
- transparenţa operaţiunii;

Rămân în discuţie şi câteva dezavantaje, mai puţin importante: faptul că operaţiunea este mai puţin accesibilă companiilor mici sau celor care nu deţin active financiare atractive sau faptul că pot fi securitizate în special active financiare şi mai puţin celelalte tipuri de active (active reale sau creanţe comerciale). Diferenţa dintre operaţiunea de securitizare şi operaţiunea de factoring constă tocmai în specializarea factorilor de a prelua doar creanţele comerciale (exporturi încasabile la termen de exemplu). Cu toate aceste dezavantaje, operaţiunea de securitizare rămâne o operaţiune atractivă pentru operatorii financiari, de multe ori o soluţie promptă de mobilizare de resurse în situaţii de criză de lichidităţi cu costuri mult mai mici decât refinanţarea prin credite sau scontări.



Întrebări de sinteză

1. *Care este diferenţa dintre obligaţiunile străine şi euro-obligaţiuni ?*
2. *Care sunt principalele tendinţe pe piaţa internaţională a obligaţiunilor ?*
3. *Care sunt elementele intrinseci ale unei obligaţiuni ?*
4. *Ce se înţelege prin riscul de dobândă şi cum poate fi acesta evaluat ? Exemplificaţi pe un caz concret.*
5. *Care sunt principalele etape în emisiunea de obligaţiuni pe pieţele internaţionale ?*
6. *Care sunt factorii care influenţează costul împrumutului obligatar şi cump poate fi acesta evaluat ?*
7. *Care este rolul actualizării nete şi a randamentului până la scadenţă în evaluarea costului împrumutului obligatar ?*
8. *Care sunt ultimele evoluţii pe piaţa internaţională a acţiunilor ?*
9. *Care sunt principalele tipuri de oferte publice internaţionale ?*
10. *Care este mecanismul ofertei publice de cumpărare de acţiuni ?*
11. *În ce constă emisiunea de acţiuni prin intermediul certificatelor de depozitare ?*
12. *Ce reprezintă securitizarea şi ce rol are aceasta în tranzacţiile financiare internaţionale ?*

De studiat

1. *Analizaţi cazul în care randamentul până la scadenţă diferă de cupon şi / sau de rata profitului pentru o obligaţiune. De ce randamentul până la scadenţă este considerat cea mai bună măsură a costului împrumutului obligatar ?*

2. *Analizaţi pe un caz concret gradul de expunere la riscul de dobândă a unui împrumut obligatar în diferite forme de rambursare.*

3. *Analizaţi de ce obligaţiunile străine sunt considerate mai riscante decât euroobligaţiunile.*

Teste grilă rezolvate

1. Un mecanism IPO nu este considerat internaţional dacă:
- *a. Se realizează pe o piaţă locală dar este sindicalizat internaţional;*
- *b. Se realizează pe o piaţă locală şi una internaţională simultan;*
- *c. Se realizează simultan pe mai multe pieţe;*
- *d. Se realizează pe o piaţă locală fiind sindicalizată local;*
- *e. Se realizează pe europieţe.*

2. Care dintre afirmaţiile de mai jos este falsă:
- *a. Securitizarea presupune emisiune de obligaţiuni pe pieţele internaţionale;*
- *b. Securitizarea este folosită pentru a consolida activele instituţiilor financiare;*
- *c. IPO este o tehnică de finanţare garantată;*
- *d. Emisiunea de certificate de depozitare asupra acţiunilor este coordonată de banca custode.*

3. Finanţarea în cazul unui IPO de obligaţiuni pe pieţele internaţionale este asigurată în principal de:
- *a. Grupul de vânzare a obligaţiunilor;*
- *b. Grupul de plasament garantat;*
- *c. Grupul de coordonare a emisiunii de obligaţiuni;*
- *d. Grupul de audit;*
- *e. Grupul lider.*

4. Finanţarea în cazul emisiunii de certificate de depozitare asupra acţiunilor este asigurată de:
- *a. Banca lider;*
- *b. Banca depozitară;*
- *c. Banca custode;*
- *d. Banca garantă.*

5. În cazul securitizării pe pieţele internaţionale emisiunea prin IPO de obligaţiuni sau acţiuni se realizează de către:

a. *Beneficiar;*
b. *Banca lider;*
c. *SPV (Special Purpose Vehicle – compania creată în acest sens);*
d. *Grupul de consolidare a creanţelor;*
e. *Grupul de vânzare.*

Răspunsurile la testele grilă: 1 – d; 2 – d; 3 – b; 4 – b; 5 – c.

Timp de lucru estimat: 3 ore

Teste grilă recapitulative

1. Printre factorii endogeni de destabilizare a BPE nu regăsim:

a) Lipsa avantajelor competitive reale;
b) Creşterea importurilor pe fondul intensificării cererii interne;
c) Dereglarea preţurilor mondiale;
d) Deteriorarea climatului de afaceri;
e) Scăderea gradului de prelucrare al exporturilor.

2. Nu este politică de echilibrare a BPE:

a) Atragerea de investiţii străine;
b) Creşterea rezervei obligatorii;
c) Stimularea şi promovarea exporturilor;
d) Devalorizarea cursului de schimb;
e) Emisiunea controlată de masă monetară.

3. În poziţia investiţională a unei ţări nu se iau în considerare:

a) datoria externă pe tipuri de debitori;
b) creditele furnizor;
c) acreditivele documentare;
d) investiţiile străine directe.
e) ajutoarele nerambursabile.

4. Înregistrarea unui ajutor nerambursabil de la Uniunea Europeană se face în cadrul balanţei de plăţi externe în:

a) contul de venituri din contul curent;
b) contul de transferuri unilaterale din contul de capital;
c) contul financiar;
d) contul de erori şi omisiuni;
e) contul de transferuri unilaterale din contul curent.

5. Fondurile financiare străine destinate utilizatorilor străini compun:

a) piaţa locală;
b) piaţa internaţională;
c) piaţa offshore;
d) piaţa eurodolarilor;

6. Piaţa eurovalutelor nu este:

a) o piaţă interbancară;
b) piaţă pe care acţionează entităţi private;
c) piaţă pe care se derulează operaţiuni forward şi spot;
d) o piaţă puternic reglementată.

7. În creditul balanţei de plăţi externe nu se înregistrează:

a) Exporturile FOB;
b) Creditele externe atrase;
c) Dividendele plătite investitorilor străini;
d) Investiţiile străine directe;
e) Serviciul datoriei externe.

8. Nu sunt instituţii depozitare:

a) băncile de investiţii;
b) băncile comerciale;
c) casele de economii;
d) uniunile de credit;
e) societăţile de leasing.

9. Privind dintr-o perspectivă mai largă, se poate afirma că piaţa eurodolarilor a fost creată:

a) de Comunitatea Europeană;
b) din dorinţa de a evita reglementările bancare din SUA;
c) de Germania;
d) de Japonia;
e) nici un răspuns nu este corect.

10. Nu sunt instrumente cu venit fix:

a) obligaţiunile de stat;
b) obligaţiunile corporative;
c) obligaţiunile convertibile;
d) euro - obligaţiunile;
e) titlurile de stat.

11. În cazul unei economii deschise nevoia de finanţare se calculează astfel:

a) (X-M) + (G-T)+(S-I);
b) (X-M) + (G-T);
c) (X-M) + (S-I);
d) (S-I) + (G-T);

12. În cadrul contului curent din balanţa de plăţi externe nu se regăsesc:

a) transferurile unilaterale;
b) contul de rezerve;
c) contul curent;
d) contul de venituri.

13. Fondurile cu capital de risc sunt instituţii:

a) depozitare;
b) non – depozitare;
c) bancare;
d) de finanţare directă;

14. Băncile comerciale se diferenţiază de celelalte instituţii depozitare prin:

a) obiectul de activitate;
b) forma de control;
c) constituirea de depozite de la persoane juridice;
d) derularea fluxurilor de încasări şi plăţi;
e) implicarea în derularea de operaţiuni în valută.

15. Costul de tranzacţionare în cazul intermedierii financiare este:

a) mai mic;
b) mai mare;
c) este dificil de estimat.

16. Cererea de credite pe piaţa monetară poate fi considerată ca factor esenţial ce provoacă fluctuaţii ale ratei dobânzii, modificarea acesteia nefiind influenţată direct de:

a) Veniturile înregistrate în economie;
b) Rata estimată a profitului în creştere;
c) Nivelul de risc în scădere;
d) Eficienţa scăzută;
e) Lichiditatea pieţei.

17. Nu influenţează direct nivelul ratei dobânzii pe o piaţă:

a) creşterea masei monetare;
b) rata rezervelor obligatorii;
c) rata inflaţiei;
d) rata scontului;
e) rata acumulării de capital.

a) 104.560 USD.

18. În determinarea valorii prezente a unui flux financiar nu se utilizează:

a. rata inflaţiei;
b. rata nominală a dobânzii;
c. rata dobânzii la titlurile de stat;
d. rata rezervelor obligatorii;
e. rata estimată a profitului.

19. Randamentul unui titlu de stat emis la scadenţe de 30 zile, 61 zile, 91 zile, 182 zile:

a. scade odată cu scadenţa acestor instrumente;
b. creşte pe măsură ce scadenţa este mai mică;
c. scade pe măsură ce scadenţa este mai mare;
d. creşte pe măsură ce scadenţa este mai mare;
e. nu există nici o legătură între randament şi scadenţă.

20. Nu se regăsesc printre instrumentele pieţei monetare:

a. certificatele de depozit;
b. acordurile de răcumpărare;
c. opţiunile pe rata dobânzii;
d. hârtiile comerciale;
e. titlurile de stat.

21. Cele mai riscante instrumente de pe pieţele monetare dintre cele de mai jos sunt:

a. titlurile de stat;
b. certificatele de depozit;
c. FRA;
d. REPO;
e. hârtiile comerciale.

22.. Pe piaţa monetară, ... nu sunt instrumente financiare emise la valoarea nominală şi nu sunt purtătoare de cupon (dobândă):

a. comercial papers;
b. creditele guvernamentale;
c. certificatele de trezorerie;
d. toate cele de mai sus;
e. nici unul dintre instrumentele de mai sus.

23. Unul dintre instrumentele cele mai utilizate pe pieţele montare sunt certificatele de depozit (CD), aceste instrumente fiind:

a. negociabile şi ne-negociabile;
b. negociabile;
c. ne-negociabile;
d. cu scadenţe diferite;
e. nici unul dintre răspunsurile de mai sus.

24. Hârtiile comerciale (commercial papers) oferă de obicei investitorilor un câştig mai mare decât titlurile de stat deoarece:

a. companiile au un nivel de risc mai scăzut decât băncile;
b. băncile locale au un nivel de risc mai scăzut decât băncile străine;
c. guvernele au un risc mai scăzut decât companiile;
d. hârtiile comerciale au scadenţe mai mici decât titlurile de stat;
e. dobânda la hârtiile comerciale este deductibilă fiscal.

25. De obicei, pe pieţele monetare internaţionale, titlurile de stat pot fi lichidate înainte de scadenţă: a. Adevărat; b. Fals.

26. Pe piaţa monetară nu se desfăşoară operaţiuni cu:

a. certificate de depozit;
b. titluri de stat;
c. credite paralele;
d. obligaţiuni convertibile;
e. hârtii comerciale.

27. În cazul contului de depozit bancar nu se admit:

a. trageri la vedere;
b. depuneri suplimentare;
c. overdraft;
d. trageri la termen;
e. lichidarea contului.

28. Hârtiile comerciale sunt:

a. bilete la ordin garantate;
b. bilete la ordin negarantate;
c. bilete la ordin negociabile;
d. bilete la ordin nenegociabile;
e. bilete la ordin emise de bănci comerciale.

29. Printre caracteristicile pieţelor monetare nu se regăsesc:

a. pe această piaţă se derulează tranzacţii de valori foarte mari;
b. nu are o piaţă secundară dezvoltată;
c. riscul de neplată scăzut;
d. scadenţa operaţiunilor este mai mică de 1 an;
e. lichiditatea pieţei monetare este foarte mare.

30. Cererea de credite pe piaţa monetară poate fi considerată ca factor esenţial ce provoacă fluctuaţii ale ratei dobânzii, modificarea acesteia nefiind influenţată direct de:

a. Veniturile înregistrate în economie;
b. Rata estimată a profitului în creştere;
c. Nivelul de impozitare;
d. Competitivitate externă redusă;
e. Lichiditatea pieţei.

31. În preţul împrumutului bancar nu intră:

a) Comisioanele de emitere;
b) Comisioanele de administrare;
c) Comisioanele de fidelitate;
d) Comisioanele de modificare;
e) Comisioanele de confirmare.

32. În cazul garanţiilor colaterale, acestea trebuie să îndeplinească următoarele condiţii de bază:

a) să fie uşor de evaluat;
b) să aibă lichiditate ridicată;
c) să fie asigurate;
d) să nu fie gajate;
e) să nu fie ipotecate.

33. În cazul creditului sidicalizat un rol major în mobilizarea fondurilor necesare revine:

a) băncii lider;
b) grupului de coordonare;
c) grupului de plasament garantat;
d) grupului de plasament;
e) băncile corespondente.

34. Principalul dezavantaj al creditlor paralele este:

a) denominarea în monede diferite;
b) compensarea dobânzilor;
c) negocierea dobânzilor între părţi;
d) lipsa unui contract de credit ferm între părţi.
e) lipsa de reglementări în domeniu.

35. Condiţiile în care se va acorda creditul sidicalizat sunt stabilite după o analiză atentă a debitorului de către banca lider:

a) Grupul de plasaent garantat;
b) Grupul de plasament;
c) Banca lider.

36. Principalul dezavantaj al creditelor subsidiare (back to back loans) este:

a) *negocierea dobânzilor între părţi;*
b) *lipsa de contact cu piaţa financiară internaţională;*
c) *lipsa unui contact direct între părţi;*
d) *absenţa unei reglementări pe piaţa acestor credite;*
e) *efectul bilanţier al unei astfel de operaţiuni.*

37. În cazul creditelor paralele ecartul dintre dobânzile negociate între parteneri are rol în principal de:

a) *a asigura un câştig rezonabil ambelor părţi;*
b) *a compensa modificarea cursului de schimb;*
c) *a compensa variaţia preţurilor pe piaţă;*
d) *a reduce din câştigurile băncilor implicate;*
e) *de a contracara comisioanele percepute de bănci.*

38. Diferenţa dintre creditul de scont şi creditul bazat pe cesiune de creaţă constă în:

a) *durata celor două tipuri de credite;*
b) *riscurile asumate de bancă;*
c) *sumele implicate;*
d) *costul mai mare în cazul scontului;*
e) *lichiditatea operaţiunilor.*

39. În cazul creditului bazat pe cesiune de creanţă, atunci când debitorul (importatorul) nu plăteşte cesionarului la scadenţa suma pe care o datora cedentului:

a) *banca cesionară se va îndrepta împotriva cedentului;*
b) *banca cesionară nu se va îndrepta împotriva debitorului;*
c) *banca cesionară îşi asumă riscul de neplată al debitorului;*
d) *cesionarul îşi asumă riscul de neplată;*
e) *debitorul îşi asumă riscul de neplată.*

40. În cazul creditului de accept are loc:

a) *acceptarea unei cambii trase asupra băncii importatorului;*
b) *acceptarea unei cambii trase asupra băncii confirmatoare;*
c) *acceptarea unei cambii trase asupra importatorului;*
d) *acceptarea unei cambii trase asupra băncii negociatoare;*
e) *acceptarea unei cambii trase asupra exportatorului.*

41. Creditul revolving presupune:

a) *plata unui avans în valută debitorului;*
b) *plata unui avans în valută creditorului;*
c) *utilizarea unui colateral în acordarea creditului;*
d) *acceptarea unei cambii trase asupra băncii creditoare;*
e) *prelungirea automată a creditului odată ce acesta ajunge la scadenţă.*

42. Dacă o bancă a deschis o linie de credit pentru suma de 1.000.000 USD la o bancă X şi nu reuşeşte să utilizeze întreaga sumă până la scadenţa acesteia atunci:

a) *suma rămasă neutilizată se prescrie automat;*
b) *suma rămasă neutilizată se deduce din valoarea liniei de credit următoare;*
c) *se plătesc penalizări pentru suma rămasă neutilizată;*
d) *se percep comisioane suplimentare pentru deschiderea unei linii de credit;*

e) *compania poate utiliza fără nici o penalizare sau comisioane suplimentare mai puţin sau mai mult faţă de suma pentru care a fost deschisă linia de credit.*

43. *Scrisorile de garanţie bancară nu se acordă pentru următoarele riscuri:*
   a) *riscul de neplată;*
   b) *riscul de transfer;*
   c) *riscul suveran;*
   d) *buna execuţie a unui proiect;*
   e) *participarea la licitaţii.*

44. *Scrisoarea de garanţie bancară acoperă pe beneficiarul acesteia integral:*
   a) *adevărat;*
   b) *fals.*

45. *Pe piaţa internaţională a creditelor domină:*
   a) *băncile japoneze;*
   b) *băncile europene;*
   c) *băncile americane;*
   d) *băncile off - shore;*
   e) *băncile de pe pieţele emergente.*

Bibliografie selectivă

- Frederick S. Mishkin, "Financial Markets and Institutions", Addison - Wesley, 1999;
- Adrian Buckley, "Multinational Finance", third ed., Prentice Hall, New York, 1996;
- Shapiro A.C., "Multinational Financial Management", 4 th. ed., Allyn & Bacon, 1992;
- Levi M.D. "International Finance", 2 ed., McGraw-Hill, New York, 1990;
- Levy H. and Sarnat M., "Capital Investment ad financial decision", 4 ed. Prentice Hall, 1990;
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, "Principles of Corporate Finance", Irwin - McGraw - Hill Publishing House, 1996;
- Madura J. C., "International Financial Management", West Publishing Co., St. Paul, 1995
- Holland J. B., "International Financial Management", Basil Blackwell, Oxford, 1993
- Meir Kohn, "Money, banking and financial markets", The Dryden Press, 1993.
- Holland J. B., "International Financial Management", Basil Blackwell, Oxford, 1993;
- Markovitz H., "Portfolio Selection", Management Science, 1952;
- Stephen Ross, "Corporate Finance", 4th ed., Irwin Publishing House, Illinois, 1999;
- Charles W. Hill, "International Business", Mc Graw Hill, New York, ed. 2, 1998;
- Jain Arvin, “International financial market and institution”, Kolb Publishing Co., USA, 1994;
- Hazel Johnson, “Financial institutions and markets”, Mc. Graw Hill, 1993;
- Meir Kohn, “Money, banking and financial markets”, The Dryden Press, 1993.
- Blake D., "Financial Markets Analysis", McGraw Hill, New York, 1990;
- Martin S. Fridson, “Financial Statements Analysis”, John Wiley and Sons, 1996;
- Tom Copeland, Tim Coller, Jack Murrin, “Valuation: Valuing and Managing the Value of Companies”, John Wiley and Sons, 1996;
- Frank K. Reilly, “Investment”, The Dreyden Press, 1982, Ed. 4.
- Eugene F. Fama, Merton Miller, “The Theory of Finance”, Holt, Rinehart and Winston, 1972;
- Eugene Fama, “Foundation of Finance”, Basic Books, 1976;
- Fisher Black, Myron Scholes, “Pricing of options and corporate liabilities”, Journal of Political Economy, May / June, 1973;
- Aswath Damodaran, “Damodaran on Valuation. Security analysis for Investment and Corporate Finance”, John Wiley and Sons, 1996;
- John D. Finnerty, “Project Finance. Asset-Based Financial Engineering”, John Wiley and Sons, 1996;
- Lilian Chew, “Managing Derivative Risk”, John Wiley and Sons, 1996;
- Aswath Damodaran, “Investment Valuation. Tools, And Techniques For Valuating Any Asset”, John Wiley and Sons, 1996;
- Paul Bran, “Relaţii financiare şi monetare internaţionale”, Editura Economică, Bucureşti, 1999;
- Stancu I., “Finanţe – Teoria pieţelor financiare”, Editura Economică, Bucureşti, 1997;

- Simona Gaftoniuc, "Finanţe internaţionale", Ed. Economică, Bucureşti, Bucureşti 2000;
- Popa Ioan, “Tranzacţii internaţionale”, Ed. Economică, Bucureşti, 2000
- Marius Băcescu, Angelica Băcescu, "Macroeconomie şi politici macroeconomice", Editura ALL, Bucureşti, 1998;
- Ion Românu, Ion Vasilescu, “Managementul investiţiilor”, Editura Mărgăritar, 1997, Bucureşti;
- Mişu Negriţoiu, “Salt înainte”, Editura Expert, 1996, Bucureşti;
- Mihai Toma, Felicia Alexandru, “Finanţe şi gestiune financiară de intreprindere”, Editura Economică, 1998, Bucureşti;
- Mihai Toma, Petre Brezeanu, - “Finanţe şi gestiune financiară. Aplicaţii practice”, Editura Economică, Bucureşti, 1996;
- Paun Cristian, Paun Laura, “Riscul de ţară”, Editura Economică, Bucureşti, 1999;
- Colectiv REI, “Programul de pregătire al specialiştilor vamali – tehnica operaţiunii de comerţ exterior” – Paun Cristian, Cap. VII: “Finanţare inernaţională”, Editura Economică, 2001;
- Miron Dumitru, Paun Cristian, “Aspecte finaciar monetare ale relaţiilor economice internaţionale”, Editura ASE, 2000;
- Murray Andrew, “Analiza creditului”, Editura Expert, Bucureşti, 1998;
- Dedu Vasile, “Managementul bancar”, Editura Mondan, Bucureşti, 1997.